lax889889.com 299520.xyz

跨境电商行业深度研究报告

疫情提升海外电商渗透率，消费习惯改变带来长期成长空间

推荐（维持）

- **跨境电商增速高于整体进出口增速，在进出口中占比 33%，跨境电商中 B2C 模式低基数高增长。**根据网经社数据，2019 年跨境电商整体交易规模达 10.5 万亿元人民币，同比+16.66%，较去年提升+5.0pct；高于货物进出口整体增速 13.22pct。2019 年跨境电商在进出口中渗透率达 33.3%（跨境电商规模/进出口规模），进出口贸易线上化程度高于国内网络零售渗透率（网上实物商品销售/商品零售规模）9.9pct。其中出口渗透率高于进口，2019 年跨境电商出口在总出口中占比 47%（其中，出口跨境电商 B2C 模式规模约为 1.7 亿，在总出口中占比 10%，增速 24%）。
- **疫情期间海外实体店闭店影响持续，19H1 线上零售高增长，亚马逊股票涨幅大。**根据美媒预计，美国今年或近 2.5 万家线下商店倒闭。需求转线上，2020Q1 美国电商零售同比+14.8%， 1-4 月线上销售同比+68%。疫情期间速卖通西班牙等站点访问量同比+14%至 20%；主营东南亚市场的 Shopee 在 2020Q1 总订单量同比增长+111.2%。海外线下购物场景受限制，消费力转至线上。亚马逊 2020Q1 北美销售额增长+29%至 461 亿美元，国际销售额+18%至 191 亿美元。2020Q2 销售额同比+40%，今年二季度以来亚马逊期间涨幅达 66%。由于 2 月、3 月国内工厂受疫情影响停工，而下半年全球疫情影响仍在持续，预期下半年行业增速不弱于上半年，国内卖家料将持续受益。
- **精品公司精磨爆款单品，高研发投入，品牌树立护城河；泛品公司 SKU 覆盖广，毛利水平稳定，模式轻盈。**1）精品模式 SKU 稳定在 200 左右，研发费用率偏高（5-6%）， FBA 仓+海外自建仓控制仓储，供应链自控力强，强管理，易打造爆款单品，毛利水平相对较高；部分品类存在不同地区消费者偏好差异。2）泛品模式 SKU 上万，研发费用投入低+营销费用率高；产品覆盖面广，均衡各地消费者偏好差异，收入较稳定。经营重心在于选品，品类分散，难以形成护城河，库存压力大，单件商品盈利空间小，毛利水平相对较低。
- **FBA 仓费用较低，服务专业全面，海外自建仓自主性强。**精品策略公司倾向使用 FBA 控制仓储成本，将仓储、分拣与终端物流环节交给亚马逊专业部门负责，在 FBA 未覆盖的地区通过自建海外仓运营。泛品策略公司倾向自建海外仓储，因为 SKU 多，需要库存管理更高效，价格策略更灵活；且存在库存周转差异与滞销货，若采用 FBA 方式则附加费较高。自建平台则更需自建仓以加强商家对供应链把控力。
- **跨境电商主要公司：**精品模式高研发投入+高营销费用率；泛品模式存货重+销售费用中物流仓储费用占比高；**1）“精品+第三方”模式：安克创新**自主品牌 Anker 品牌价值高，研发投入力度大，加速产品更新换代，投入市场推广费以建立品牌，采取 FBA 仓+自建海外仓结合的仓储模式，通过管理库存与供应链，外包生产，把控核心研发技术，产品具有性价比与竞争力。**（星徽精密）泽宝科技**多品牌矩阵，精耕消费电子与个护健康，把控设计研发，通过 Amazon 等第三方平台销售。**2）“泛品+第三方网站”模式：（天泽信息）有棵树和（华凯创意拟收购的）易佰网络**均采取泛品策略，分散因消费习惯和消费需求变化所造成的某一品类营收的变化，增强公司整体营收稳定性，同时利用第三方电商平台广泛的影响力、客户的高粘性以及成熟运营的营销、开店与物流体系，但存货重，应收账款分散。**3）“泛品+自建平台”模式：（跨境通）环球易购**定位“线上商城”，为消费者提供更广泛的商品选择，单用户价值高。SKU 品类丰富的网站更易为用户提供一站式的良好购物体验，有助于培养忠实客户，吸引新用户。**4）“精品+自建平台”模式：SheIn** 主营跨境电商服装品类，高效供应链打造“更快时尚”，依靠频繁上新和加大营销吸引客户，注重通过流媒体等渠道营销导流。纯 DTC 服装品牌，模式轻盈，研发+生产+销售高速响应，供应链优势强。
- **风险提示：**进口国政策变更；海外线上消费需求回落；知识产权与境外经营法律风险；对第三方平台依赖高；税收优惠改变风险；汇率波动等。

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜
电话：010-66500993
邮箱：wangweina@hcyjs.com
执业编号：S0360517040002

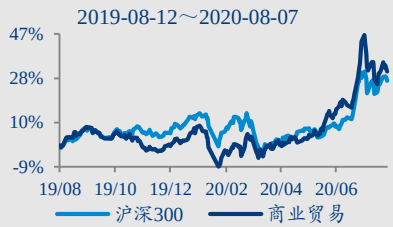
证券分析师：胡琼方
电话：010-66500993
邮箱：huqiongfang@hcyjs.com
执业编号：S0360519090004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	97	2.47
总市值(亿元)	10,419.96	1.28
流通市值(亿元)	7,878.7	1.32

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-6.42	37.25	32.4
相对表现	-3.68	16.53	2.83



相关研究报告

《潮玩行业深度研究报告：从泡泡玛特看潮玩零售发展》
2020-06-11
《商贸社服行业 2020 年中期策略：飞轮效应坚守长期价值，景气度两级灵活选股》
2020-06-19
《电商行业深度研究报告：薅羊毛的内在逻辑：从营销方式看电商平台差异》
2020-07-24

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

投资主题

报告亮点

从疫情对海外电商渗透率的正面利好角度出发，分析海外市场线上渗透率增加对于跨境电商行业的发展促进作用，从增速、政策和技术革新角度划分跨境电商行业发展阶段，分析主要市场电商行业所处阶段。对跨境电商物流费用进行测算，并从价格，时效和流程等方面进行对比。对跨境电商公司按照 SKU 多寡和是否自建平台进行模式分类，总结不同经营模式下企业经营特点和优劣。

投资逻辑

β 层面：短期利好因素推动长期跨越式增长

短期利好因素：①生产端： DTC 出海品牌，更享政策红利，跨境电商大多数公司体量相对小，受管制程度低；②消费端：疫情加速催化海外电商模式成熟，培养用户消费习惯。

行业下个阶段跨越式增长的亮点在于：

1）平台层面：与 C 端市场中媒体渠道合作，高效引流与高曝光。低费率且 C 端反馈及时的电商平台（速卖通、Lazada 等）渗透率提升，从而带动中国向目的国跨境电商出口增长。

2）高效的物流：亚马逊 FBA 规定是 2 天内发货，否则影响排名， FBA 综合费率价格相对低，其次是自建仓，其次是国际物流。欧美等国家尤其是亚马逊平台也在推高效物流，俄罗斯速卖通走中邮小包基本也能做到 20 日达，目前正在投资物流建设，将货运周期缩短至 10 天。所以物流基础设施的推动，能成为跨境电商保持 10-30%增速的第二亮点。

类比至国内电商发展，流量红利期下半段增长，进入第二阶段尾部，预判可维持近三年 cagr15%增速，短期受疫情因素影响，阶段性增速较高；未来消费习惯形成，尽管增速料将有所回落，但预计整体仍然比疫情前上台阶。

α 层面：差异化战略中精品策略更享长期红利，泛品受短期需求推动；

1）精品品类公司：拥有成熟的自有品牌，研发投入的效力好；

2）泛品品类公司：供应链与仓储管理能力强，资金雄厚，货物周转良性；

3）自建平台型：营销获客能力，对海外消费者需求洞察力。

未经许可，禁止转载

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

目 录

一、跨境电商加速成长，疫情下迎来发展新机遇 6
（一）跨境电商渗透率高，B2C 挤占 B2B2C 份额 6
（二）需求端与供给端共振，跨境电商短期受益明显 8
（三）海外跨境电商发展阶段：进入电商发展第三阶段 11
1、出口跨境电商增速换挡，模式有待突破调整 11
2、海外市场电商渗透率稳步提升，仍有攀升空间，区域市场电商格局存在差异 12
二、跨境电商产业链与品牌 14
（一）跨境电商主要物流模式 14
（二）跨境电商产业链各环节加价率 16
（三）跨境电商品牌认可度 17
三、主要 B2C 跨境电商模式对比分析 17
（一）精品模式下主要公司 19
1、安克创新——Anker 品牌价值高，高研发投入 19
2、泽宝科技（星徽精密）——多品牌矩阵，精耕消费电子与个护健康 22
（二）泛品模式下主要公司 23
1、有棵树（天泽信息） 23
2、易佰网络（华凯创意拟收购） 25
（三）自建平台主要公司 26
1、环球易购（跨境通）——营销推广+海外仓高投入 26
2、SheIn——跨境电商服装品类的“黑马”，高效供应链打造“更快时尚” 28
四、投资逻辑 30
1、β 层面：短期利好因素推动长期跨越式增长 30
2、α 层面：差异化战略中精品策略更享长期红利，泛品受短期需求推动； 31
五、风险提示 31

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表目录

图表 1 传统贸易模式与跨境电商中 B2B 模式、B2B2C 模式及 B2C 模式对比 6
图表 2 跨境电商交易规模及增速 7
图表 3 跨境电商在进出口中渗透率 VS 国内零售电商渗透率 7
图表 4 跨境电商中出口模式占据主导 7
图表 5 出口跨境电商中 B2B 模式占比高 7
图表 6 2018 年主要国家与地区电商平台 TOP3 7
图表 7 2017-2018 年中国出口跨境电商国家分布 8
图表 8 各主要国家与地区电商市场规模（亿美元） 8
图表 9 跨境电商主要国家与地区消费者信心指数 9
图表 10 中国与海外生产恢复时滞 9
图表 11 B2C 跨境电商主要模式与环节 10
图表 12 跨境电商相关标的涨幅 10
图表 13 跨境电商发展三大阶段 11
图表 14 跨境电商行业政策文件 12
图表 15 跨境电商出口主要目的国电商渗透率 13
图表 16 跨境电商出口主要国家与中国线上零售增速 13
图表 17 Amazon.com 主要国家卖家占比 13
图表 18 Amazon.com 新增卖家来自中国的卖家占比 13
图表 19 中美两国亚马逊头部卖家数量对比 13
图表 20 出口跨境电商物流模式费用、时效与流程对比（以单价 140 元左右小体积电子产品为例） 14
图表 21 亚马逊 FBA 仓主要收费项目 15
图表 22 传统贸易模式与跨境电商模式加价率对比 16
图表 23 跨境电商出口额品类占比 17
图表 24 亚马逊排名中价格和卖家所属国家 17
图表 25 B2C 跨境电商主要模式 17
图表 26 精品模式与泛品模式跨境电商研发费用 18
图表 27 精品模式与泛品模式研发费率 18
图表 28 精品模式与泛品模式销售费用率 19
图表 29 精品模式与泛品模式销售费用构成 19
图表 30 安克创新营业收入及增速 19
图表 31 安克创新毛利率与净利率 19
图表 32 安克创新三大类产品 20
图表 33 安克创新按产品分类营业收入占比 20

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 34 安克创新研发投入 20
图表 35 安克创新各渠道营收情况 21
图表 36 安克创新营收地区分布 21
图表 37 安克创新年末存货分布 21
图表 38 安克创新销售费用率细分 21
图表 39 星徽精密、泽宝科技营业收及增速 22
图表 40 星徽精密、泽宝科技毛利率对比 22
图表 41 泽宝科技研发投入 22
图表 42 2019 年泽宝科技分产品营业收入占比 22
图表 43 泽宝科技旗下六大品牌 23
图表 44 天泽信息、有棵树营业收入及增速 24
图表 45 天泽信息、有棵树毛利率对比 24
图表 46 2019 年 4-12 月有棵树分产品营业收入占比 24
图表 47 2019 年 4-12 月有棵树分产品毛利率对比 24
图表 48 有棵树 2019 年 4-12 月营收地区分布 25
图表 49 有棵树 2019 年 4-12 月营收分布 25
图表 50 华凯创意、易佰网络营业收入及增速 25
图表 51 华凯创意、易佰网络毛利率对比 25
图表 52 第三方平台下精品、泛品模式研发投入对比 26
图表 53 第三方平台下精品、泛品模式毛利率对比 26
图表 54 跨境通营业收入及增速 27
图表 55 环球易购、帕拓逊营业收入及增速 27
图表 56 跨境通、帕拓逊和环球易购净利率对比 27
图表 57 跨境通自有品牌营业收入 27
图表 58 环球易购旗下网站营业收入及增速 28
图表 59 环球易购旗下网站用户注册数 28
图表 60 2018 年 SheIn 分地区营业收入占比 29
图表 61 跨境电商平台在 facebook 获赞数 29
图表 62 SheIn 官网与 APP（美洲地区） 29
图表 63 SheIn 品牌历程 30
图表 64 SheIn 覆盖国家 30

liaohan.net nblax520.com

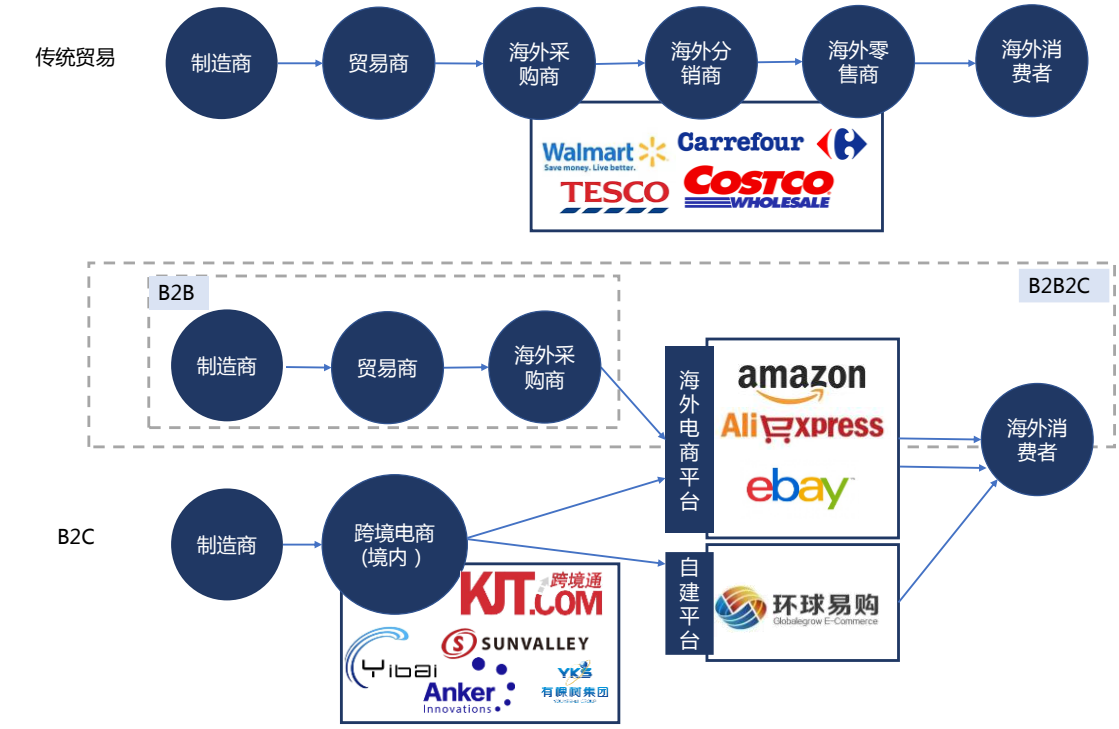
lax889889.com 299520.xyz

一、跨境电商加速成长，疫情下迎来发展新机遇

（一）跨境电商渗透率高，B2C 挤占 B2B2C 份额

贸易线上化提速，跨境电商增速高位维稳，疫情加速 B2C 模式成熟。跨境电商指分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易、进行电子支付结算，并通过跨境电商物流及异地仓储送达商品，从而完成交易的一种国际商业活动。从贸易方向上看，分为进口跨境电商与出口跨境电商；从贸易形式上看，主要分为 B2B 跨境电商与 B2C 跨境电商。

图表 1 传统贸易模式与跨境电商中 B2B 模式、B2B2C 模式及 B2C 模式对比



资料来源：华创证券整理

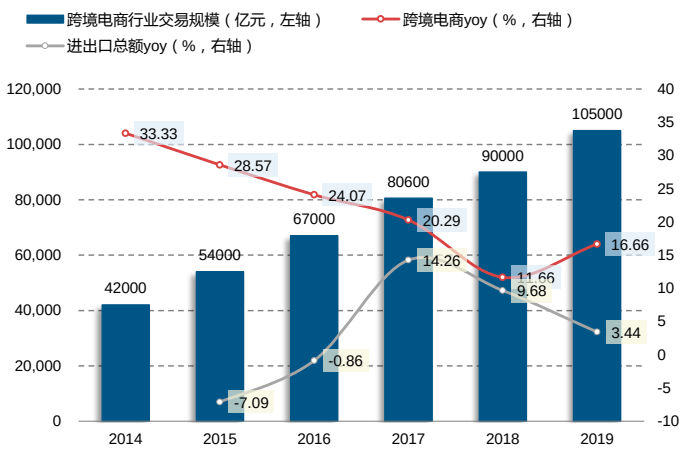
相比于传统贸易模式，跨境电商的特点在于：1）环节更少；2）成交在电子商务平台，电子支付结算；3）终端最后一公里为海外物流配送。跨境电商内部存在 B2B、B2B2C 与 B2C 模式差异，区别在于是否涉及零售终端、是否有海外采购商参与。整体来看，跨境电商模式相比于传统模式渠道链条更短，响应及时，更具备价格优势。

跨境电商增速高于整体进出口增速，跨境电商渗透率高于社零中网络零售渗透率。根据网经社数据，2019 年跨境电商整体交易规模达 10.5 万亿元人民币，增速为 16.66%，较去年提升+5.0pct；2019 年跨境电商交易规模增速高于货物进出口整体增速 13.22pct。跨境电商在进出口中渗透率在 2019 年达 33.3%（跨境电商规模/进出口规模），较去年提升+3.8pct，高于国内网络零售渗透率（网上实物商品销售在商品零售中占比）9.9pct。跨境电商出口渗透率高于进口，2019 年跨境电商出口在总出口中占比 47%（其中，出口跨境电商网络零售在总出口中占比 10%），跨境电商进口在总进口中占比 17%，出口跨境电商相对发展更好。

liaohan.net nblax520.com

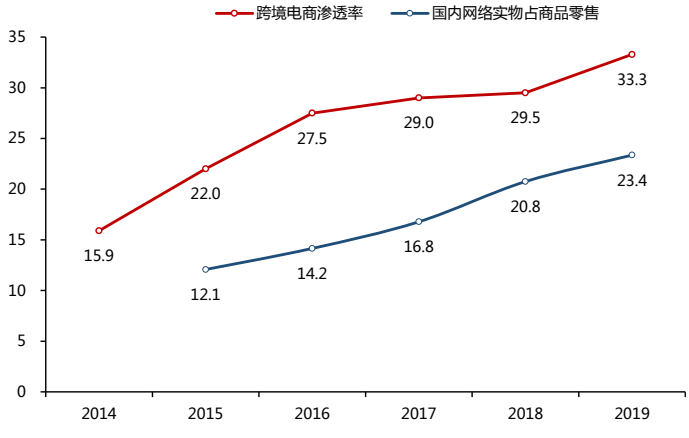
lax889889.com 299520.xyz

图表 2 跨境电商交易规模及增速



资料来源：中国电子商务研究中心，华创证券

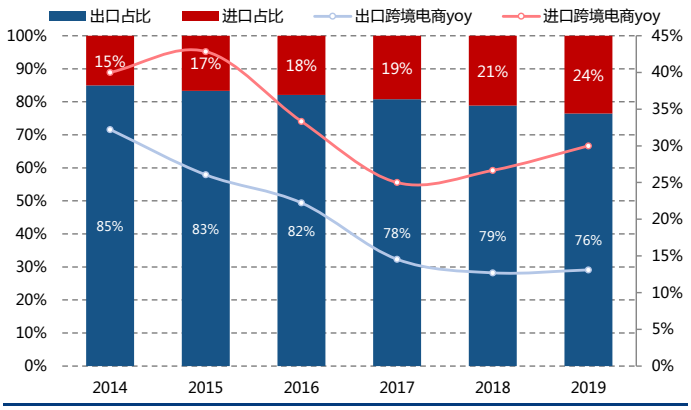
图表 3 跨境电商在进出口中渗透率 VS 国内零售电商渗透率



资料来源：中国电子商务研究中心，国家统计局，华创证券

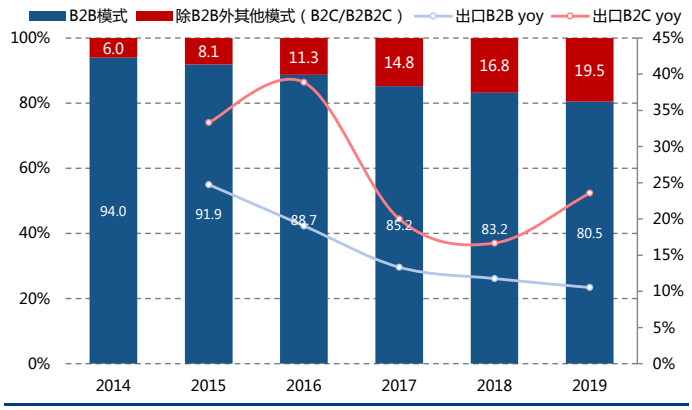
跨境电商中出口与 B2B 模式占比高，B2C 模式低基数+高增长，产业链逐步健全，在出口跨境电商中占比稳步提升。根据中国电子商务研究中心数据，在跨境电商进出口整体规模中，出口占比 76%，出口跨境电商整体规模为 8 万亿，2017-2019 年均维持同比+13%的增速（在 2014-2016 年均维持 20%-30%增长）。在 2019 年 8 万亿出口跨境电商中，B2B 模式占比 80.5%，约为 6.3 万亿元，2019 年同比增长+11%；B2C+B2B2C 网络零售模式占比 19.5%，约为 1.73 万亿元交易规模，同比增长 24%，增速远高于 B2B 模式，且在 2019 年有加速趋势。

图表 4 跨境电商中出口模式占据主导



资料来源：中国电子商务研究中心，华创证券

图表 5 出口跨境电商中 B2B 模式占比高



资料来源：中国电子商务研究中心，华创证券

图表 6 2018 年主要国家与地区电商平台 TOP3

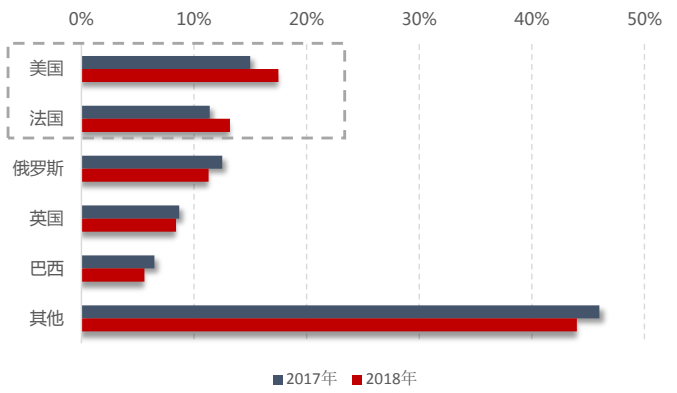
地区	中国	美国	西班牙	英国	日本	德国	东南亚地区	印度	俄罗斯
主要电商平台	天猫	Amazon 美国站	速卖通 西班牙站	速卖通 英国站	Rakuten	速卖通 德国站	Lazada	Flipkart	速卖通 俄罗斯站
	淘宝	eBay 美国站	Amazon 英国站	eBay 英国站	Amazon 日本站	Amazon 德国站	shopee	Amazon 印度站	joom
	京东	walmart	eBay	Amazon 英国站	kakaku	OTTO	-	snapdeal	mymall

资料来源：Statista 大数据 · 全洞察，华创证券

liaohan.net nblax520.com

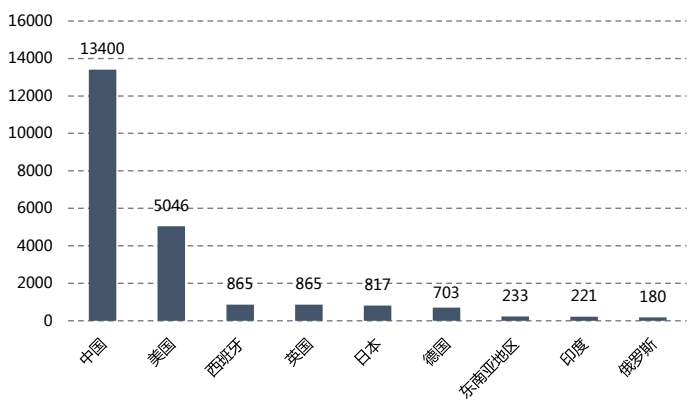
lax889889.com 299520.xyz

图表 7 2017-2018 年中国出口跨境电商国家分布



资料来源：中国电子商务研究中心，华创证券

图表 8 各主要国家与地区电商市场规模（亿美元）



资料来源：Statista 大数据 · 全洞察，华创证券

我国跨境电商出口国家以欧美为主，欧美电商市场中 Amazon 依靠强势物流，龙头效应明显。根据中国电子商务研究中心数据，我国跨境电商出口的主要国家仍然为欧美地区，我国跨境电商出口第一大国为美国，2018 年占比跨境电商出口的 17.5%，同比提升 2.5pct；其次为法国，占比 13%，同比提升 1.8pct。根据 Sberbank CIB 报告，在美国电商市场中亚马逊占比 45%，是 TOP2 企业的 6.4 倍，龙头效应明显。

俄罗斯受益于电商渗透率尚低，速卖通俄罗斯站（AER）低基数高增长，潜在空间大。根据外跨研究院数据，俄罗斯网民渗透率约为 20%，整体网民数量为 3000W 人左右，增速为 35%，电商在零售市场占比仅为 6%。Statista 大数据全洞察数据显示，在俄罗斯市场上第一电商平台为速卖通俄罗斯站（AER），根据阿里速卖通俄罗斯公司发布报告，2020 年“618 大促”期间（6 月 15-21 日）俄国消费者在速卖通上消费额同比增长 60%左右，属于低基数高增长市场。

（二）需求端与供给端共振，跨境电商短期受益明显

需求端：疫情影响，海外实体零售商关店潮影响持续，线上零售高增长。根据福布斯网站数据，美国 2020 年 1-4 月线上销售同比+68%；与此同时，大量线下店关闭，梅西百货关店 125 家，裁员 3900 人，微软永久关闭全球 83 家实体零售店，苹果公司关店 14 家，维密计划今年永久关闭美国与加拿大 250 家店。美国媒体预计美国今年或近 2.5 万家线下商店倒闭。相比之下，根据美国商务部数据，2020Q1 美国电商零售同比+14.8%。

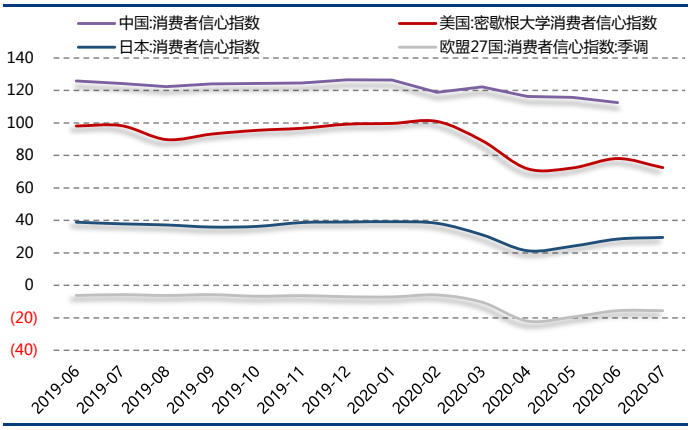
由于网购需求高增长，亚马逊增聘 17.5 万员工以处理大量订单，根据财报，亚马逊 2020Q1 北美销售额增长+29%达 461 亿美元，国际销售额+18%，达 191 亿美元。2020Q2 销售额同比+40%（其中网上商店同比+48%，第三方卖家服务+53%，实体店下降-13%）。疫情期间速卖通西班牙与意大利站点访问量同比+14%-20%；主营东南亚市场的 Shopee 在 2020Q1 总订单量同比增长 111.2%，达 4.3 亿单。海外线下购物场景受限制，消费力转至线上。

生产端：疫情催化跨境电商高速发展，外贸生产端复苏加快。根据海关统计，跨境电商进出口同比增长+26.2%，其中出口增长+28.7%，进口增长 24.4%，增速远高于 2020H1 整体货物贸易的增长（同期货物贸易同比下降-3.2%，其中出口下降-3.0%）。疫情在全球蔓延，使得各国生产先后停滞，中国受益于疫情防控及时有效，复产复工较早，4 月海外疫情逐步恶化，国内工厂端逐步恢复生产。国际物流大多数属于无接触式配送，受疫情影响小，跨境电商零售（B2C 模式）加速成熟，根据统计局数据，2020 年 1-5 月中国跨境电商零售（B2C）出口同比+12%。

liaohan.net nblax520.com

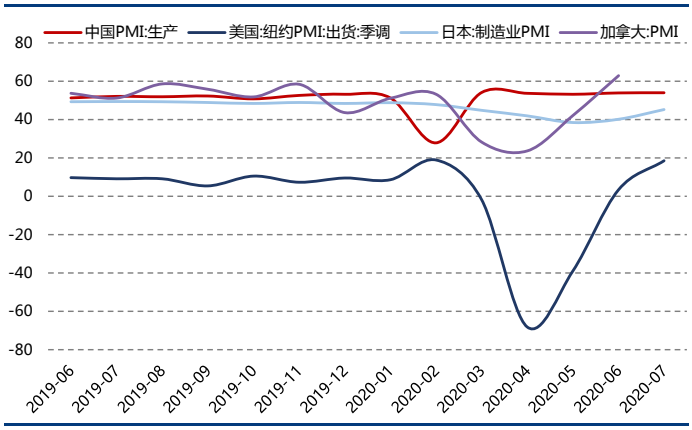
lax889889.com 299520.xyz

图表 9 跨境电商主要国家与地区消费者信心指数



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 中国与海外生产恢复时滞



资料来源：Wind，华创证券

受疫情蔓延影响，海外市场生产端停滞，海外消费需求由中国生产端供给满足。

1）海外生产未恢复，跟不上部分需求的提升，尤其是宅家相关品类产品，消费端需求激增，零售端存在备货压力；由于疫情防控部分原线下消费转至线上，尤其是家居品类、纺织服装等；

2）线上消费的主要品类（3C 电子+纺织服装+家居园艺）价格段相对低，符合各国消费者信心与收入下降的预期。在家办公需求使得居家办公设备需求激增，学校停课又使后院娱乐设施需求增长，且相关品类需求原本集中于线下超市、HomeDepot 等一站式 DIY 购物，现在被转移到线上，家居、园艺等成为疫情冲击下的受益品类。

综合各项因素影响下，跨境电商在 2020 年上半年获得同比高增长，B2C 模式跨境电商平台业绩增长明显。

B2C 跨境电商模式中按照主要销售平台分为：第三方平台销售与自建平台销售，第三平台中 Amazon 占比近 80%，其次为速卖通（阿里旗下 Aliexpress）、ebay 及阿里旗下主攻亚洲地区的 Lazada 等；

按照主要销售产品分为：精品策略与泛品策略。精品策略下跨境电商主要销售 200 个左右 SKU，品类集中，以消费电子为主；泛品策略下跨境电商经营上万个 SKU，大量铺货。

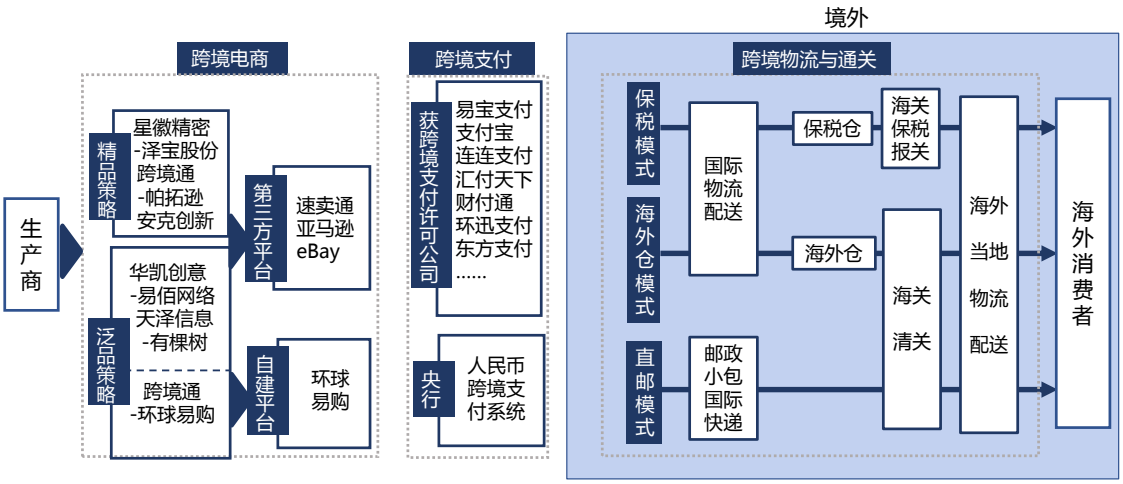
- **精品+第三方平台策略**的主要跨境电商公司有星徽精密旗下泽宝股份、跨境通旗下帕拓逊以及安克创新；
- **泛品+第三方平台策略**的主要跨境电商公司有华凯创意拟收购的深圳易佰网络、天泽信息旗下有棵树；
- **泛品+自建平台**策略的主要跨境电商公司则有跨境通旗下的环球易购。

主要的物流模式以海外仓为主，部分 B2B 或 B2B2C 有保税仓的仓储模式。B2C 模式中还需要经过目的国的海关清关与当地物流配送最终送达至消费者手中，完成整个跨境电商的 B2C 流程。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

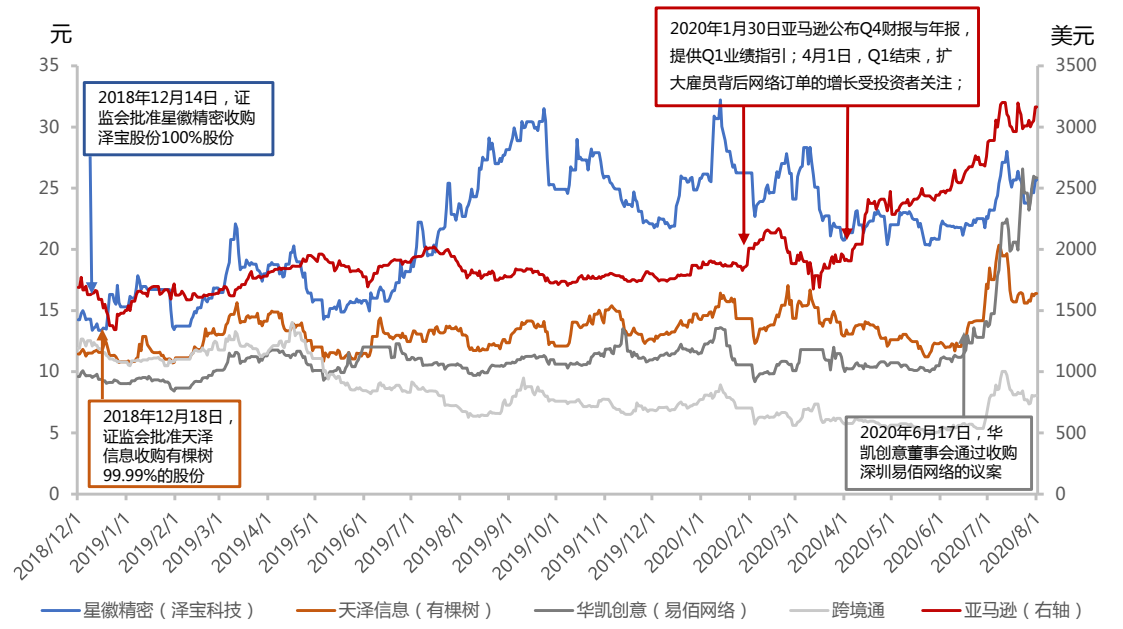
图表 11 B2C 跨境电商主要模式与环节



资料来源：华创证券整理

受益于跨境电商的高速增长，亚马逊与国内跨境电商相关标的均受到市场关注：选取 2020.04.01-2020.08.01 为观察期，亚马逊期间涨幅达 66%；跨境通（旗下有环球易购、帕拓逊等）期间涨幅达 41%；天泽信息（旗下子公司有棵树）期间涨幅达 27%；星徽精密（旗下子公司泽宝科技）期间涨幅 24%。拟收购深圳易佰网络的华凯创意，由于深圳易佰营收体量远超华凯创意原主业，故 4/1 至 8/1 期间涨幅达 159%。

图表 12 跨境电商相关标的涨幅



资料来源：Wind，星徽精密、天泽信息、华凯创意公司公告，亚马逊 2019 年财报，华创证券整理

根据亚马逊 Q3 预告跨境电商热度不减，预期净销售额在 870-930 亿美元（Q2 889 亿美元），同比增长 24-33%。亚马逊增长受益于 Prime 会员购买频次提高、客单价提升相关。一方面，电商平台已有的高粘性用户价值不断提升；另一方面，疫情推动线上消费习惯养成，高粘性用户群扩大。

liaohan.net nblax520.com

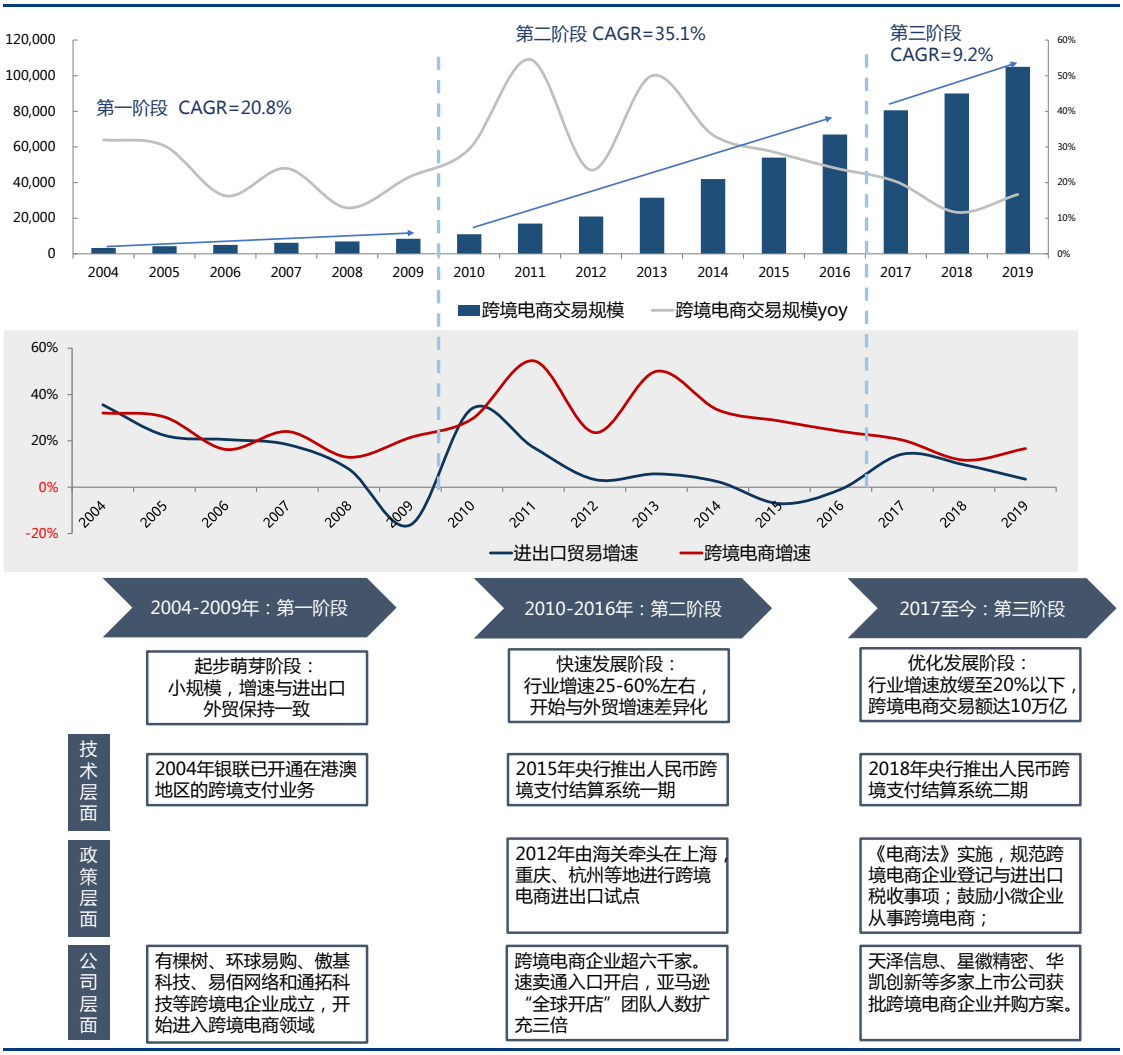
lax889889.com 299520.xyz

（三）海外跨境电商发展阶段：进入电商发展第三阶段

1、出口跨境电商增速换挡，模式有待突破调整

早期跨境电商增速整体与进出口增速重合，在 2012 年开始出现差异化发展，在快速增长阶段增速波动大，在 25-60%左右，自 2017 年后规模达 8 万亿，增速换挡放缓至 10-20%，进入第三阶段。

图表 13 跨境电商发展三大阶段



资料来源：中国电子商务研究中心，华创证券整理

国内跨境电商进入快速增长后的品质化阶段：出口跨境电商的发展历程大致可分为三个阶段，2004-2012 年为起步萌芽阶段，2013-2016 年为快速增长阶段以及 2017 年至今的优化发展阶段。

第一阶段：起步萌芽阶段（2004-2012 年）：跨境电商模式逐步形成，增速与进出口总额增速基本保持一致。技术层面，2004 年银联已在港澳地区推出跨境支付。企业层面，有棵树、傲基科技、易佰网络和环球易购等专业跨境电商企业成立，出口跨境电商经营主体开启规模化、专业化。

第二阶段：快速增长阶段（2013-2016 年）：跨境电商行业增速在 25-60%左右，跨境电商企业数量突破六千家。技术层面，2015 年央行推出人民币跨境支付结算系统第一期，为个人与机构提供全天候高效快捷的跨境支付服务，简化支付手段。政策层面，2012 年由海关牵头在上海、重庆、杭州等地进行跨境电商进出口试点，海关总署出台《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》和《关于增列海关监管方式代码的公告》等文件，确

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

立跨境电商监管框架。公司层面， B2B 跨境电商模式开始发力，2013 年淘宝在卖家中心增设“卖往海外”功能，为其境外电商平台“速卖通”引流；2014 年，亚马逊开始注重跨境电商业务平台建设，付费 Prime 服务确立市场地位。

第三阶段：优化发展阶段（2017 年至今）：2017 年跨境电商行业交易规模达 8 万亿，增速放缓至 20%以下。技术层面，央行于 2018 年推出人民币跨境支付结算系统第二期，并联合银联、网联开展对第三方跨境支付企业的资质审核，规定第三方跨境支付企业只有取得牌照才可继续开展业务。政策层面，2019 年初《电商法》开始实施，支持小微企业从事跨境电商行业，进一步规范跨境电商企业登记与进出口税收事项。公司层面，天泽信息、星徽精密等上市公司获批跨境电商企业并购方案，跨境电商板块逐步形成。

图表 14 跨境电商行业政策文件

时间	政策文件
2015 年 5 月	《国务院关于大力发展电子商务 加快培育经济新活力的意见》
2016 年 1 月	《国务院关于同意在天津等 12 个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》
2016 年 5 月	《国务院关于促进外贸回稳向好的若干意见》
2018 年 9 月	《关于修订跨境电子商务统一版本信息化系统企业接入报文规范的公告》
2018 年 10 月	《财政部、税务总局、商务部、海关总署关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》
2019 年 1 月	《关于跨境电商企业海关注册登记管理有关事项的公告》
2019 年 1 月	《电商法》
2020 年 1 月	《关于跨境电子商务综合试验区零售出口企业所得税核定征收有关问题的公告》

资料来源：雨果网，国家税务总局，海关总署，华创证券

注：标蓝政策文件所对应的时间为政策正式执行时间

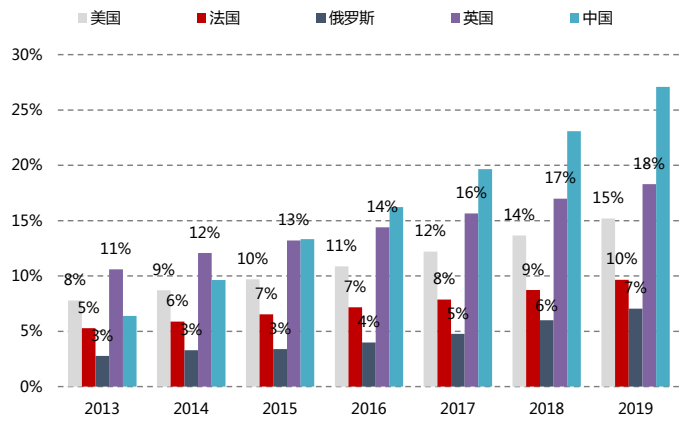
2、海外市场电商渗透率稳步提升，仍有攀升空间，区域市场电商格局存在差异

中国电商弯道超车，海外市场线上渗透率仍有提升空间。硬件上受益于网络建设和智能手机的普及，软件方面受益于大平台的搭建，加上流通结构多层、终端市场碎片，中国在移动互联网时代实现弯道超车，2019 年电商在社零中渗透率超过 1/4，是当前全球电商渗透率最高的国家，2019 年线上渗透率相比 2013 年提升 20.7pct。2013-2017 年中国线上零售均维持 30%以上高增长，位于全球前列。对比主要出口目的国：2019 年美国零售市场线上渗透率为 15%，法国线上渗透率为 10%，俄罗斯线上渗透率为 7%，英国线上渗透率为 18%。主要欧美市场线上渗透率在 10-20%之间，较中国线上渗透率有 10pct 左右提升空间。

liaohan.net nblax520.com

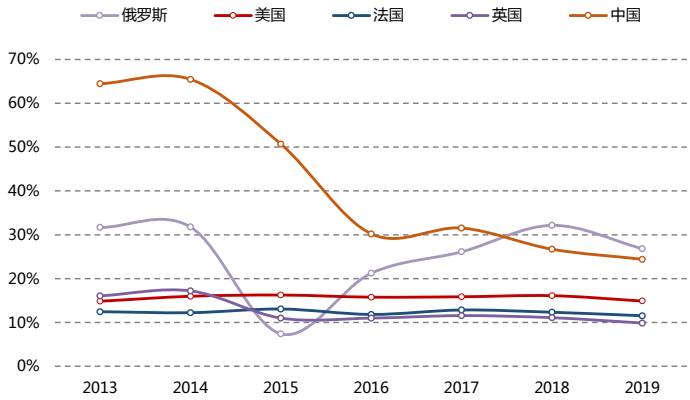
lax889889.com 299520.xyz

图表 15 跨境电商出口主要目的国电商渗透率



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 16 跨境电商出口主要国家与中国线上零售增速

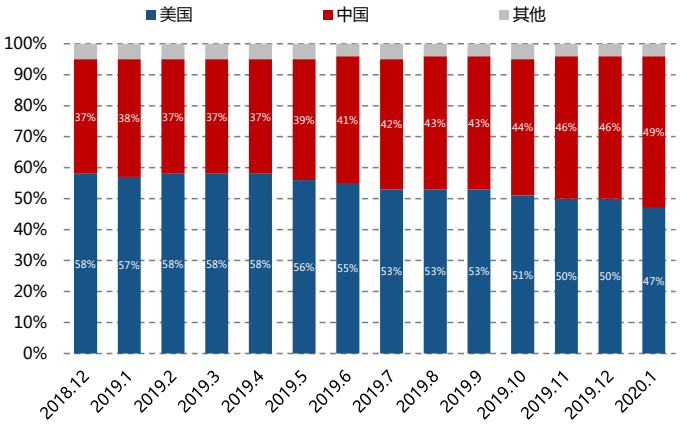


资料来源：Euromonitor，华创证券

我国主要海外出口市场电商增速平稳，线上渗透率稳步提升。美国线上零售渗透率小幅稳步提升至 15%（2019 年），相比 2013 年提升 7.4pct，增速近 6 年均维持在 15-16%；法国线上渗透率也维持小幅稳步提升态势，2019 年线上渗透率为 10%，相比 2013 年提升 4.4pct，线上增速维持在 12%左右；俄罗斯受制于网民渗透率较低，整体线上零售渗透率为 7%，但线上增速居于高位。国内零售市场线上渗透率在 2018 年 9-10 月达 20%，线上增速出现第一轮明显换挡，从 30%-40%的增长跌至 20%左右，进入三阶段增长。目前主要出口国线上渗透率均处于二阶段尾部，10-15%左右。国内电商增速提供指引，看主要出口国二阶段尾部渗透率提升。

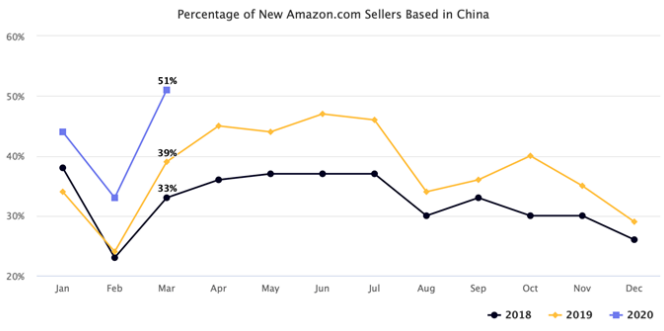
中国卖家在亚马逊、速卖通等主力电商平台中占比高，疫情影响下生产时滞带动出口。根据 Marketplace Pulse 公开数据，2020 年 1 月全球亚马逊前 1W 卖家中 49%来自中国，高于美国 2.0pct。前 5W 卖家中有 58%来自中国。今年受疫情催化，亚马逊新增卖家来自中国的占比明显提升，3 月新增卖家中 51%来自中国，较去年提升 12.0pct。阿里旗下的速卖通在 2019 年 5 月之前只允许中国商家入驻，目前在多个国家已开通外国商家入驻，如俄罗斯、意大利、土耳其、西班牙等，通过合资等模式推动平台本土化营销策略。

图表 17 Amazon.com 主要国家卖家占比



资料来源：Marketplace Pulse，华创证券

图表 18 Amazon.com 新增卖家来自中国的卖家占比



资料来源：Marketplace Pulse

图表 19 中美两国亚马逊头部卖家数量对比

亚马逊卖家	中国占比	美国占比
排名前 10000 卖家	49%	47%

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

亚马逊卖家	中国占比	美国占比
排名前 50000 卖家	58%	37%
排名前 100000 卖家	58%	36%
活跃卖家	37%	50%

资料来源：Marketplace Pulse，华创证券

注：活跃卖家指销售额在一百万美元以上的卖家

二、跨境电商产业链与品牌

对于世界各国主要电商平台的头部卖家中大部分来源于中国，主要原因：1）线上销售的产品相比线下，更需要具备价格优势，中国主要出口产品中 3C 电子与纺服、家居属于劳动密集型产品，具备出口至跨境电商平台中更有价格优势；2）中国卖家的跨境电商模式相对于其他国家更成熟，且更愿意配合平台做本土化。美国亚马逊市场 Top seller 的中国卖家 95%使用 FBA，其他国家卖家只有接近 65%使用 FBA。所以中国卖家在排名前 1W 的卖家中可以取得 49%的高占比，终端物流效力决定用户体验，影响店铺排名。

（一）跨境电商主要物流模式

B2C 跨境电商目前采取的物流模式包括亚马逊 FBA 仓、自建海外仓和国际物流。

成本层面：FBA 仓＞海外仓＞国际物流；

时效层面：FBA 仓＞海外仓＞国际物流；

品牌方控制能力层面： FBA 仓<国际物流<海外仓；（FBA 仓会将货品分散至各地仓库，且退货处理与超出库存期限均需额外支付费用；国际物流受限于物流时间过长，期间产生退货等行为难以避免损失）

图表 20 出口跨境电商物流模式费用、时效与流程对比（以单价 140 元左右小体积电子产品为例）

	亚马逊 FBA 仓			自建海外仓			国际物流
费用及拆分	32 元			49 元			240 元
	头程物流	海外仓储	终端物流	头程物流	仓储费用	终端物流	物流费用
	15 元（费用率 10%）	0.002 元（费用率 <0.01%）	17 元（费用率 12%）	17 元（费用率 12%）	0.007 元（费用率 <0.01%）	32 元（费用率 22%）	240 元（以中国到美国为例）
时效	3-4 天 由亚马逊通过订单直接从各地仓库智能分拣、发货，机器化程度高，高效精准			通常 3-4 天，最长 7-10 天左右（可加急至 1-2 日达，但费用约为 120+）			淡季 10-20 天，旺季 20-30 天
流程	亚马逊提供仓储服务，后续配送环节外包给国际物流公司			境外消费者下单后直接从海外仓经由当地物流配送至消费者处			B 端直接通过国际快递公司向 C 端寄送包裹

资料来源：中国邮政，亚马逊，USPS，出口易，华创证券

注：均按 2019 年均汇率换算至人民币，海外仓物流配送端以 USPS 为例，国际物流以中国邮政国际业务为例

三种物流模式费用计算逻辑：根据安克创新商品在亚马逊平台上的销量、FBA 库存和亚马逊物流仓储收费标准算出亚马逊 FBA 仓模式所需的物流仓储费用。根据美国 USPS 公司收费标准算出海外仓境外物流费用，根据安克创新海外仓库租赁情况计算海外仓仓储费用。根据中国邮政国际业务收费标准算国际物流模式下物流费用。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

从价格看，亚马逊 FBA 仓模式下物流仓储所需费用最低大约 32 元，自建海外仓模式次之大约 49 元（7 天运送时效），国际物流模式下的物流成本最高约为 240 元。从时效看，因亚马逊 FBA 仓在 20 多个国家拥有超 600 个仓库，在三种物流模式中所需平均配送时间最短。从流程看，亚马逊 FBA 模式全程由亚马逊提供，整合效力强；自建海外仓存在租赁于人力等刚性成本，但边际成本递减。

亚马逊 FBA 仓模式仅在跨境电商物流仓储环节，明显优于自建海外仓与国际物流模式，但亚马逊 FBA 服务还包含其他收费项目，例如退货处理、移除订单、计划外服务和可选项目，且对商家存货周转、退货率等要求较高。

图表 21 亚马逊 FBA 仓主要收费项目

主要类目	次要类目	详细内容
FBA 基础费用	仓储费	➢ 月度库存仓储费：按照卖家库存在亚马逊运营中心所占空间的日均体积（以立方英尺或立方米为单位）收取月度仓储费。 ➢ 长期库存仓储费：仅适用于储存在亚马逊运营中心超过 365 天的商品。 ➢ 仓储超量费：仅适用于卖家现有库存在给定月份超出了仓储限制，超出的部分需要支付仓储超量费。
	配送费	➢ 普通商品配送费：按照商品尺寸分段*收取相应配送费。 ➢ 危险品配送费：仅适用于危险品
FBA 其他服务费	退货处理费	对于在亚马逊上出售，且属于亚马逊为其提供免费退货配送的买家退货商品，亚马逊将向卖家收取亚马逊物流退货处理费
	移除订单费用	退还或弃置商家储存在亚马逊运营中心的库存，此服务按件收取费用
	计划外服务费	若商家库存抵达亚马逊运营中心时未经过适当的预处理或贴标，亚马逊将执行计划外服务，以成功接收并处理商家库存。此项服务按件收取费用。
FBA 可选付费项	预处理付服务费	卖家库存抵达亚马逊运营中心时未经过适当的预处理或贴标，亚马逊将执行计划外服务，以成功接收并处理卖家库存。此项服务按件收取费用
	贴标服务费	FBA 为需要使用亚马逊条形码、且符合要求的商品提供贴标签服务按件收费，每件 0.3 美元
	人工处理服务费	卖家发往亚马逊运营中心的货件未提供箱内物品信息的，亚马逊运营中心将人工处理卖家的箱子，对于产生费用向卖家收取人工处理费
	库存配置服务费	默认情况下，卖家创建入库计划后，货件可能会拆分为多个货件并发往不同的亚马逊运营中心，卖家将所有库存发往一个亚马逊运营中心或收货中心，亚马逊进行分发，此项服务按件收取费用。
	重新包装和翻新服务费	为包装残损但处于可售状态的商品提供重新包装和翻新服务，包括重新贴胶带，去除非商品标签，重新装箱，服装鞋靴去除污渍等。

资料来源：亚马逊，华创证券

亚马逊推出的 FBA 仓模式为卖家提供海外仓储到配送的一站式服务。卖家负责头程运输，将商品批量报关、海运、清关送至亚马逊 FBA 仓库储存，待用户下单后，由亚马逊负责订单分拣、包装与配送。仓储、分拣、包装等由亚马逊自主运营，配送环节外包给专业的国际物流公司。卖家相当于购买亚马逊海外仓库的使用权+亚马逊的分拣、包装、发货服务。

亚马逊近年来也在不断完善 FBA 仓，在仓储端：2012 年 7.75 亿美元高价收购 kiva system 机器人系统。配置 Kiva 机器人和 Bin 系统提升仓储效率。在配送端，不断更新换代无人机技术以全面覆盖配送最后一公里，研发配送机器人、无人驾驶汽车以提升配送速度。在服务端，推出亚马逊跨境物流服务（AGL），覆盖头程物流环节，进一步完善物流服务链条。

自建海外仓是国内跨境电商企业在境外投资建仓，国内卖家预先将商品批量运送至海外仓存储，待 C 端下单后直接

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

从海外仓经当地物流送至消费者手中。由于货物直接从当地发出，缩短了配送时间与物流成本，C 端退换货方便，购物体验好。但建设与管理海外仓需较高投资，且线上消费者地域差异，从海外仓到消费者的终端物流环节费用高。海外仓可用于补足亚马逊 FBA 仓未覆盖的地区。

以邮政小包为代表的国际物流:卖家直接通过国际快递公司将包裹从本国邮寄至用户所在国，邮寄物品相对灵活，但所需时间与成本较高，淡季需 10-20 天，旺季需 20-30 天，且丢件风险较大。

精品策略卖家更多选择 FBA 仓+海外仓结合，将仓储、分拣与终端物流环节交给亚马逊更专业的部门负责，在亚马逊 FBA 未覆盖的地区通过自建海外仓运营；泛品策略卖家更多倾向于自建海外仓储，因为泛品品类多需要卖家对仓库货品更高效的反馈与价格策略；且存在库存周转差异与滞销货，如果采用 FBA 方式， FBA 附加费用较高。且若未使用亚马逊网站销货而是通过自建平台则更需要自建海外仓以管理库存。

物流环节的差异在于终端的时效+仓储价格，更高效的物流可带来消费者体验的改善，有利于提升线上渗透率。

（二）跨境电商产业链各环节加价率

对比海外线下商超环节加价率与跨境电商 B2C 模式下的加价率：货物流转的差异在于海外零售店铺与跨境电商环节中平台费用率、终端物流费用。参考 Walmart 与 Costco 财报，海外零售店在仓储+租金+管理费率的平均水平约为 21-25%，而在第三方平台跨境电商企业平台的佣金与营销费率在 15-20%，若使用 FBA 仓等平台仓储模式，平均费率则为 16-23%。其次跨境电商模式中终端快递费率约为 15%，若使用 FBA 仓等平台发货模式，费率平均在 5%左右。

图表 22 传统贸易模式与跨境电商模式加价率对比

主要环节	传统贸易	跨境电商
采购	30%	20-22%
出口国物流与报关等费用	14%	10-11%
海运+订仓	15-16%	13%
进口清关与税费	6%	5%
海外仓储	21-25%	4-5%（第三方 1-3%）
海外租金		-
人力与管理费率		6-7%
海外电商平台佣金与营销费率	-	15-20%（亚马逊） 7-10%（速卖通）
终端快递	-	15%（第三方 5-11%）
利润	9-10%	10%
最终售价相比出厂价倍数	3.5-4.0X	4.5X

资料来源：华创证券整理

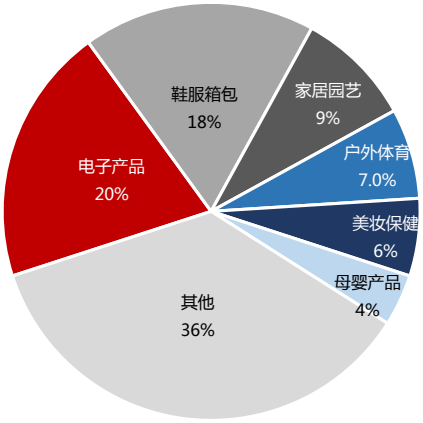
对比两种模式，除仓储管理与终端物流外，其他环节基本一致，由于传统贸易售价加价倍数低，所以在费用一致的采购等环节加价率高于跨境电商。跨境电商终端快递 15%，平台人力 6-7%，平台佣金与营销费（take rate）15-20%，保有利润大约 10%。传统模式中虽然环节比较多，但是仓储+租金+人力等综合费率 21-25%，没有 15%加价率的终端快递，而 B 端贸易商（如大型超市）因为售价相对低于跨境电商零售价格，所以利润率偏低。传统贸易模式下，终端零售价相对跨境电商有 7%-10%左右的价格优势，但跨境电商品类更多、选择更为直观。传统贸易 B2B 模式与跨境电商 B2C 模式差异在终端物流环节，平台佣金与商超线下租金率相当。国外平台费用率高，存在平台垄断性。所以低费率+高覆盖面的电商平台市占率的提升有利于跨境电商改善成本结构。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

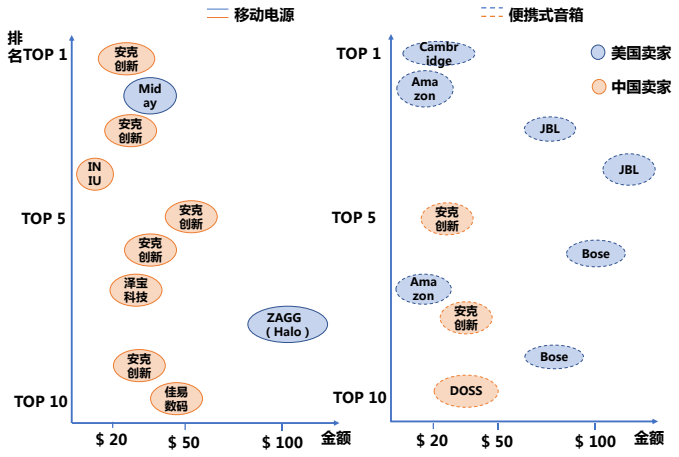
（三）跨境电商品牌认可度

图表 23 跨境电商出口额品类占比



资料来源：Kantar Research，华创证券

图表 24 亚马逊排名中价格和卖家所属国家



资料来源：亚马逊，华创证券整理

注：排名榜为 8 月 3 日排名情况

2015-2018 年跨境电商主要销售品类仍以 3C 电子、服装配饰与家居园艺为主，主要原因在于跨境电商产品需具备：便于国际物流运输+具有生产成本优势+海外消费者接受度广。以消费电子为例，亚马逊商品排行榜在移动电源、音箱、入耳式耳机与扫地机器人品类，安克创新旗下产品均在榜单中，但安克创新产品普遍处于中段价格段。海外品牌力的建立需要行业景气度、供应链与研发支撑。

三、主要 B2C 跨境电商模式对比分析

“精品+第三方平台”注重品牌和供应链建设，研发主要用于更新换代产品，易形成爆款单品。

“精品+自建平台”通过品牌设计与全渠道营销吸引用户，但技术含量较低，易被取代。

“泛品+第三方平台”节省自建网站成本，通过选品与价格优势形成核心竞争力。

“泛品+自建平台”模式前期需投入成本进行获客和运营建设网站，后期通过丰富选品与加大营销力度进一步巩固和吸引用户。

图表 25 B2C 跨境电商主要模式

	第三方平台	自建平台
精品模式	SKU 稳定在 200 左右；研发费用率偏高 5-6%；结合 FBA 仓与自建仓控制仓储；供应链自控力强；易打造爆款单品； ➢ 代表企业：安克创新、泽宝科技 ➢ 核心竞争力：品牌与产品性价比 ➢ 潜在风险：依靠行业景气度；部分品类存在不同地区消费者偏好差异	品类集中，上新频率快；研发供应链响应极快；供应链与库存管理能力强；营销费用投入大，注重营销引流；网站与 APP 本土化设计+运营能力强； ➢ 代表企业：SheIn ➢ 核心竞争力：上新速度快、供应链强 ➢ 潜在风险：技术含量低、易被同行业竞品取代
泛品模式	SKU 上万；产品覆盖面广；均衡各地消费者偏好差异；收入较稳定；经营重心在于选品；	SKU 上万；研发费用投入偏高，主要用于提升网站运行效率；获客成本高；

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

	第三方平台	自建平台
	存货压力大，净利更薄 ➢ 代表企业：有棵树、易佰网络 ➢ 核心竞争力：选品+低价 ➢ 潜在风险：品类过于分散，难以形成自主品牌与核心产品，库存压力大	➢ 代表企业：环球易购 ➢ 核心竞争力：品类多样+掌握核心用户数据+商城属性对应客单价高 ➢ 潜在风险：平台用户粘性下降，维护运营投入过多、无爆款单品

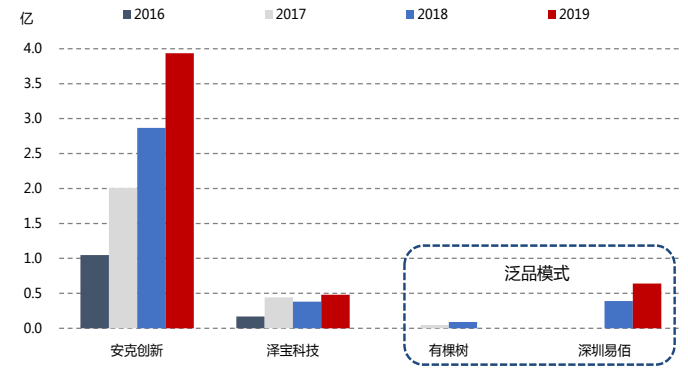
资料来源：华创证券整理

主要财务特征：

1.精品模式 SKU 少，存货与应收账款压力小。从存货占资产比重看，精品模式存货占资产比重普遍低于泛品模式（精品 30-50%，泛品 40-60%）。精品模式 SKU 少，存货积压少，周转速度快；且利用 FBA 仓与自建海外仓结合，优化存货地区分布结构。泛品模式销售品类广泛，应收账款分布分散，回款速度慢，周期长。

2. 精品模式重视打造自有品牌，高研发投入。从研发投入看，精品模式拥有自主品牌，需打造爆款单品提升品牌影响力，爆款打开市场后，利用研发完善产品矩阵，重视研发对品牌价值的提升，因此精品模式研发费率逐年提升，2017-2019 年均有近 2.0pct 的提升。泛品模式经营品类多，除消费电子外还有个护等，同时泛品无需形成自有品牌，研发投入主要用于改善经营系统，研发投入低且研发费率稳定。

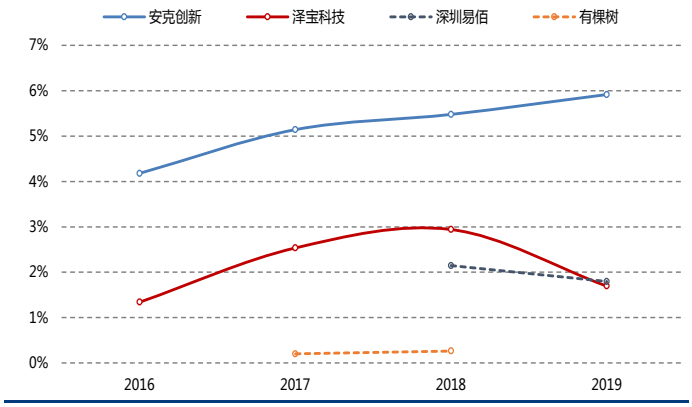
图表 26 精品模式与泛品模式跨境电商研发费用



资料来源：安克创新招股说明书，星徽精密、天泽信息、华凯创意财报，泽宝科技、有棵树、深圳易佰审计报告，，华创证券

注：泽宝科技 2018 年的数据为 1-8 月

图表 27 精品模式与泛品模式研发费率



资料来源：安克创新招股说明书，星徽精密、天泽信息、华凯创意财报，泽宝科技、有棵树、深圳易佰审计报告，华创证券

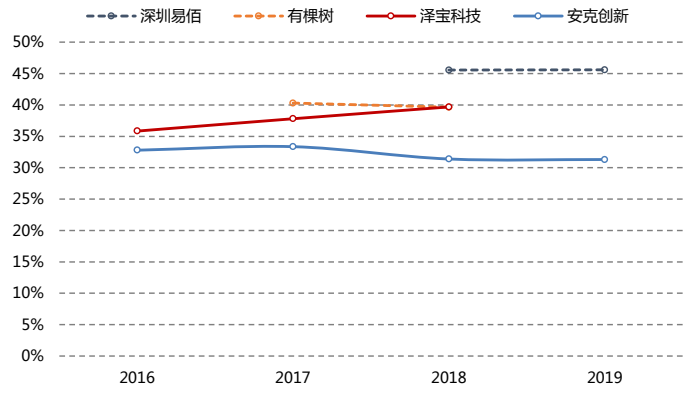
注：泽宝科技 2018 年的数据为 1-8 月，虚线为泛品模式

3.销售费用率：精品更易获得平台费用率边际成本改善收益，泛品仓储物流等费用占比高。泛品销售费用率偏高，且呈现上升趋势；精品模式平台费用率上升速度递减或已呈现下降趋势，边际改善明显。从销售费用构成上看，精品模式与泛品模式差别较小，销售费用主要用于平台佣金，广告营销和职工薪酬等类目，但精品模式与泛品模式存在明显差异。泛品模式仓储与物流费用占比较高（约占比 35-50%），精品模式平台费率占比较高（占比 60-70%）。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

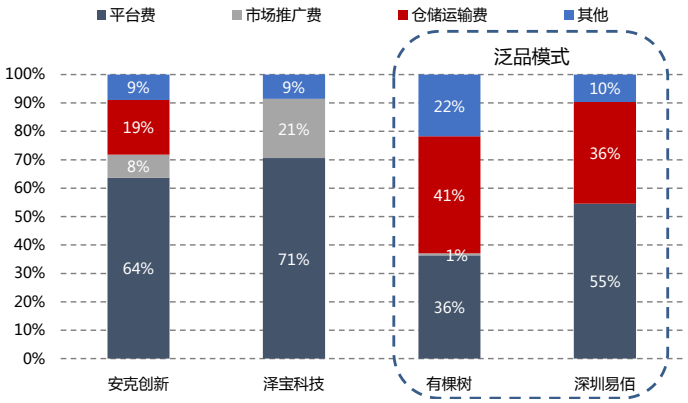
图表 28 精品模式与泛品模式销售费用率



资料来源：安克创新招股说明书，星徽精密、天泽信息、华凯创意 2019 年财报，泽宝科技、有棵树、深圳易佰审计报告，，华创证券

注：泽宝科技 2018 年的数据为 1-8 月，虚线为泛品模式

图表 29 精品模式与泛品模式销售费用构成



资料来源：安克创新招股说明书，星徽精密、天泽信息、华凯创意 2019 年财报，泽宝科技、有棵树、深圳易佰审计报告，，华创证券

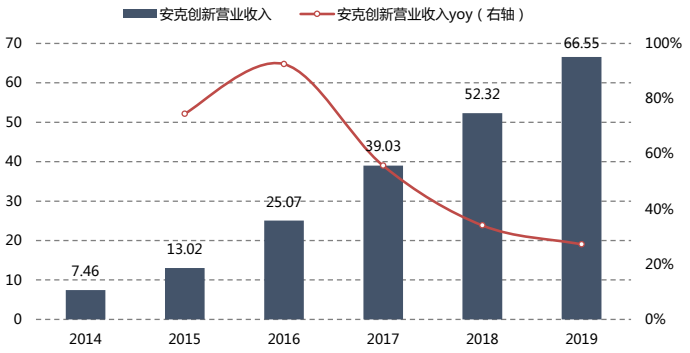
注：泽宝科技 2018 年的数据为 1-8 月

（一）精品模式下主要公司

1、安克创新——Anker 品牌价值高，高研发投入

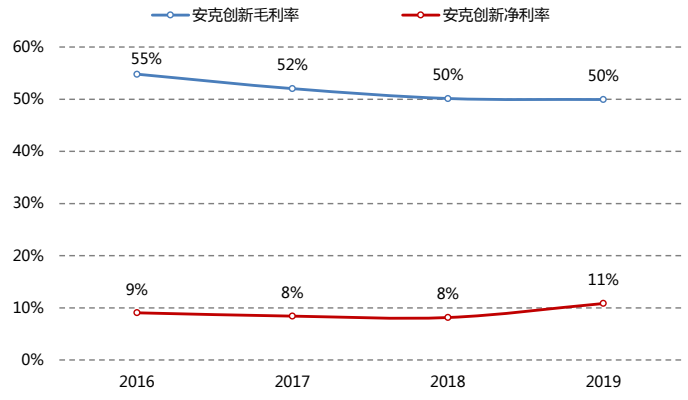
安克创新主要从事自有品牌（Anker）消费电子的设计、研发与销售。主营移动设备周边产品、智能硬件产品等消费电子产品，目标市场主要为发达国家与地区，内销占比低，近三年境外营收占比 97%以上。2014 年到 2019 年，公司营业收入由 7.46 亿元增长至 66.55 亿元，年复合增长率达 54.91%。2016 年-2019 年，公司毛利率水平虽有下降趋势，但总体保持在 50%以上，净利率逐年上升，2019 年净利率水平为 11%。

图表 30 安克创新营业收入及增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 31 安克创新毛利率与净利率



资料来源：安克创新招股说明书，华创证券

从经营产品看，安克创新深耕消费电子行业，主营产品分为三大类充电类、无线音频类和智能创新类。充电类产品包括移动电源、USB 充电器和充电线等传统优势产品，2016 年充电类产品占比总营收达 87%，近年随着公司经营品类的多样化，充电类产品在公司总营收中的比重有所下降，但总体保持在 50%以上。从上文亚马逊移动电源的排名情况上看，安克创新产品排名靠前，且占比榜单 60-70%，属于既有品牌优势又具备性价比类产品。无线音频类产品包括无线音箱和无线耳机智能等，占比总营收 20%左右，由于无线耳机有苹果类产品“霸榜”，所以安克产品更注

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

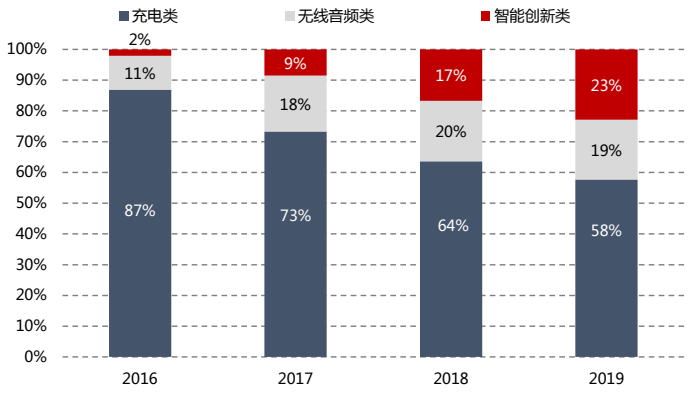
重性价比。智能创新类产品包括扫地机器人、投影仪、行车记录仪和安防产品等，属于目前增长较快的品类，且需求高，品牌集中度低。

经营模式：“精品+第三方”为主，FBA 仓+自建海外仓结合。精品策略模式使得公司将经营重点集中在消费电子品类，从而熟知海外消费电子市场发展趋势和消费者偏好习惯，并根据市场变化不断改良推出新品。因而更易形成爆款单品，公司移动电源、充电线材和无音箱等多款产品常年位列亚马逊最畅销产品榜单。截止 2020 年 1 月末，公司产品 SKU 超过 1000 种，并孵化了以充电品牌“Anker”为主，包括无线音频品牌“Soundcore”、“Zolo”和智能创新品牌“eufy”、“Rova”和“Nebula”在内的自主品牌。

图表 32 安克创新三大类产品

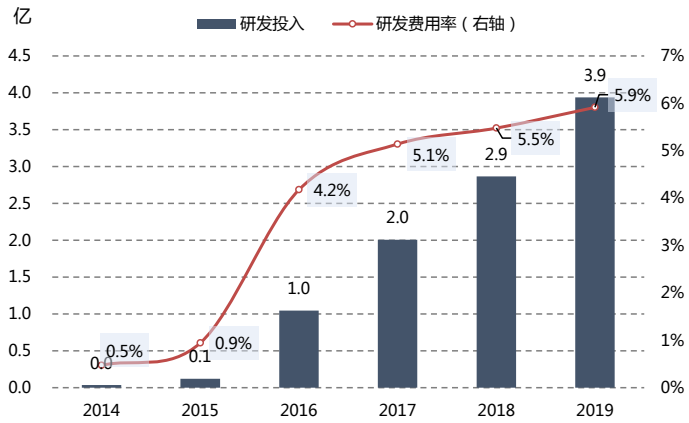
资料来源：安克创新天猫旗舰店，华创证券

图表 33 安克创新按产品分类营业收入占比



资料来源：安克创新招股说明书，华创证券

图表 34 安克创新研发投入



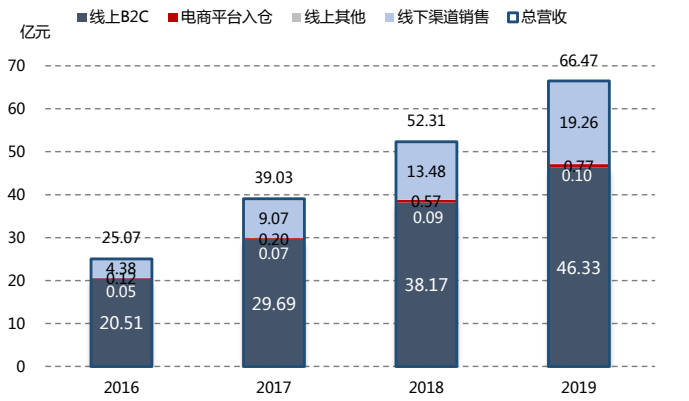
资料来源：Wind，华创证券

公司注重研发投入，加速产品更新换代。消费电子行业新旧科技更替快，公司研发投入逐步提升，2014 年到 2019 年，安克创新研发费用率由 0.5%提升至 5.9%，并计划进一步加大对于智能创新品类的研发力度。对比以国内为主要消费市场的其他公司，如歌尔股份、漫步者等，安克研发费用率处于行业均值水平，研发投入体量近 4 亿元，虽不及歌尔股份，但远超漫步者、佳禾智能等公司。根据安克创新招股书，公司采用“自主研发设计+外协生产”牢牢掌控研发端，将低附加值的生产外包给外协厂商。由于重研发轻生产的发展策略，主营成本为外协采购成本。

liaohan.net nblax520.com

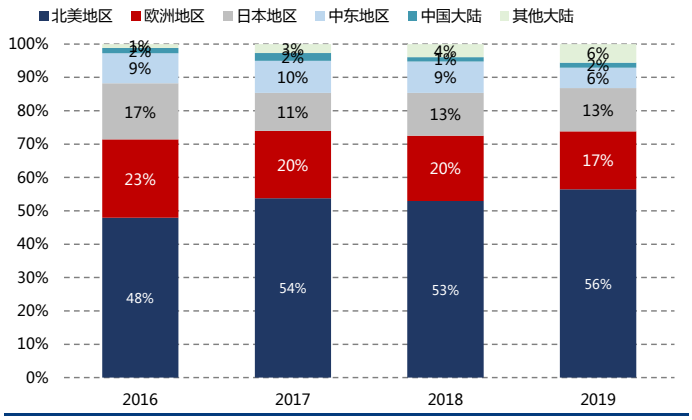
lax889889.com 299520.xyz

图表 35 安克创新各渠道营收情况



资料来源：安克创新招股说明书，华创证券

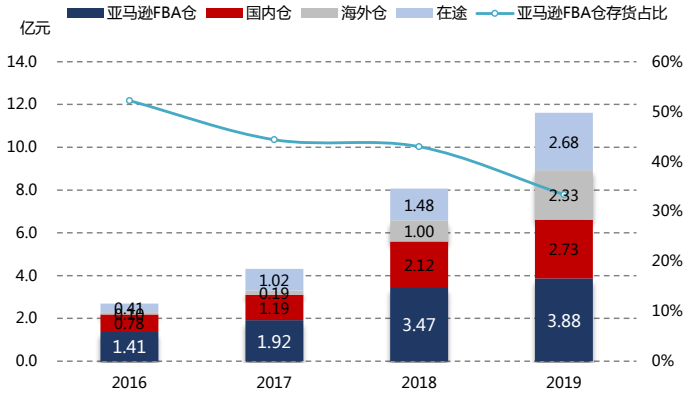
图表 36 安克创新营收地区分布



资料来源：安克创新招股说明书，华创证券

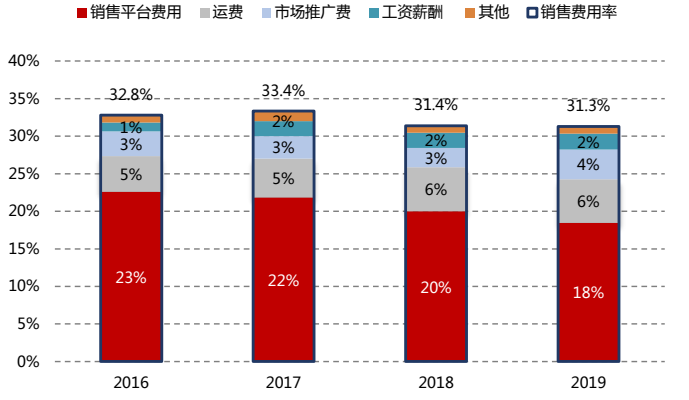
安克创新主要通过亚马逊、eBay、天猫和日本乐天等第三方电商平台进行销售。依托第三方平台销售，公司无需投入网站建设费、获客推广费和后期的运营维护费，只需向第三方平台缴纳佣金与平台营销费，便可依托其业已成熟的营销渠道、物流体系对平台所覆盖的广泛客户群体进行销售。 “精品+第三方”模式，充分发挥公司与平台自身的优势，使公司更加专注研发环节，打造高性价比优势产品，提升品牌影响力与经营效率。随着安克创新产品扩大销售范围，部分地区亚马逊 FBA 仓存储运送能力不足，且部分滞销消费电子产品周转成本高，所以安克创新通过在加利福利亚等地区建立海外仓，降低运费与销售平台费率。

图表 37 安克创新年末存货分布



资料来源：安克创新招股说明书，华创证券

图表 38 安克创新销售费用率细分



资料来源：安克创新招股说明书，华创证券

线上 DTC 品牌销售费用偏高，但安克创新销售费用率低于行业均值，且结构改善明显，投入市场推广费以建立品牌。根据安克创新招股书披露，跨境电商类公司销售费用率均值水平为 38-39%，而安克创新稳定在 31-33%的销售费用率水平。且结构不管改善，其中占比较高的销售平台费率从 2016 年 23%逐渐降至 2019 年 18%；市场推广费用率从 2018 年 2.6%提升 1.4pct 至 2019 年 4.0%。高 ROI 低品牌建设的营销投入在向品牌建设转。运费与销售平台费用主要根据 GMV 变动，市场推广费在 2019 年同比提高 97%，安克创新投入 2.64 亿以投入至海内外新媒体渠道（谷歌、Facebook 等），以及投放线下广告以拓展线下 KA 等渠道。

我们认为，安克创新在消费电子线上销售渠道已初具品牌影响力，在海外销售渠道、库存与供应链管理能力强，外包生产，把控核心研发技术，重研发轻生产策略使得产品具有性价比与竞争力。

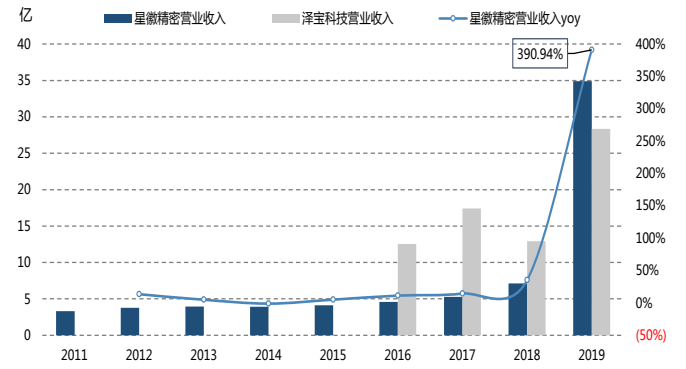
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2、泽宝科技（星徽精密）——多品牌矩阵，精耕消费电子与个护健康

泽宝科技成立于 2007 年，主要从事消费电子等自有品牌的设计研发，并通过 Amazon 等第三方平台销售。2018 年 12 月 31 日，星徽精密股份有限公司收购泽宝科技。合并后星徽精密 2019 年营收 34.9 亿元，同比增长 390.94%，星徽精密整体毛利率水平也由 2018 年 12.9%提升至 2019 年的 50.6%，目前跨境电商业务已成为星徽精密的主要收入与利润来源，泽宝科技 2019 年贡献营收 28.3 亿元，占比 81%；所售电源类、蓝牙音频类与小家电类毛利率分别为 46%/52%/52%，远高于星徽原有建筑与滑轨等主业（毛利率 15-16%）。

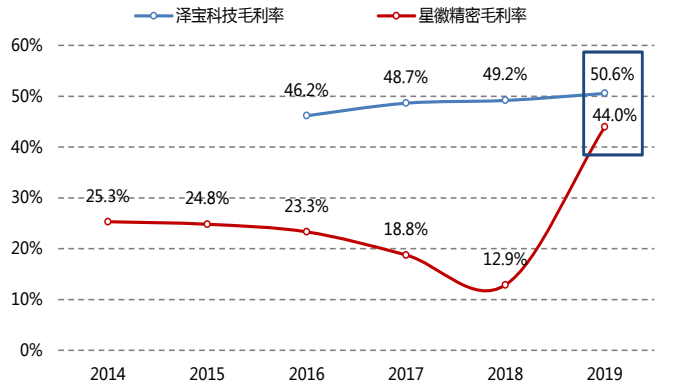
图表 39　星徽精密、泽宝科技营业收及增速



资料来源：Wind，泽宝科技审计报告，华创证券

注：泽宝科技 2018 年的数据为 1-8 月

图表 40　星徽精密、泽宝科技毛利率对比

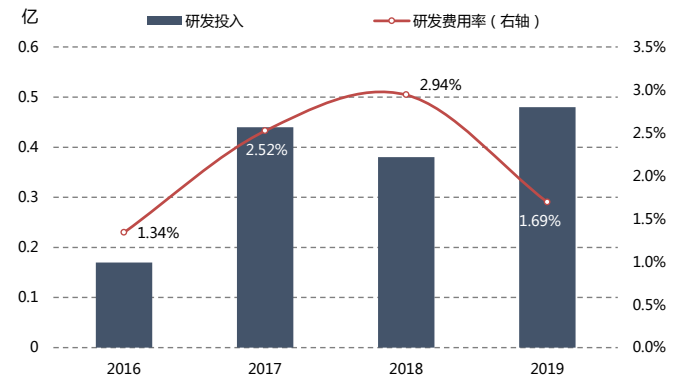


资料来源：星徽精密财报，泽宝科技审计报告，安克创新招股说明书，华创证券

注：泽宝科技 2018 年的数据为 1-8 月

泽宝技术转型产品方向，加大研发投入。公司主要销售品类以消费电子与个护健康（占比 9%）为主，行业景气度提升，公司加大研发投入不断打磨产品。对技术水平不同的产品分别采取主导开发、自主研发与引进开发三种研发模式，结合公司自身研发技术与第三方研发机构专长，提升研发效率。近三年公司投入超过 1.2 亿研发费用，2017/2018/2019 年研发费用率分别为 2.52%/2.95%/1.69%。

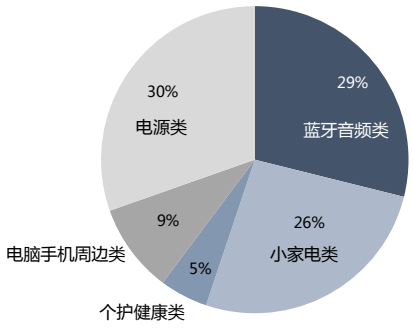
图表 41　泽宝科技研发投入



资料来源：泽宝科技审计报告，安克创新招股说明书，华创证券

注：泽宝科技 2018 年的数据为 1-8 月

图表 42　2019 年泽宝科技分产品营业收入占比



资料来源：星徽精密财报，华创证券

从经营模式看，“精品”+“第三方网站”的运营模式，多品牌矩阵。公司主营消费电子与美妆个护品类，现有 RAVpower、TaoTronics、VAVA、Anjou（个护）、Sable 和 HooToo 六大品牌。从产品品类看，2019 年泽宝科技 95%以上的营业

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

收入来自于电源、蓝牙音频等消费电子品类。其中电源类和蓝牙音频类占比最高，分别为 30%和 29%。从销售渠道看，公司主要在亚马逊平台开设店铺向海外 C 端销售商品，同时开拓 2B 渠道的线下业务，与境外发达国家和地区的大型连锁商超或新兴市场的品牌代理商开展买断代销业务，线上线下协同发展。

图表 43 泽宝科技旗下六大品牌

品牌名称	RAVPOWER	TAOTRONICS	VAVA	ANJOU	Sable	HooToo
	RAVPOWER	Taotronics	VAVA	Anjou	Sable	HooToo
主营品类	大容量移动电源，高速多空USB充电器等	LED台灯、蓝牙耳机、音箱、蓝牙发射和接收器等	蓝牙音箱、车载摄像头、夜用与LED灯等	护肤与身体护理品牌，包括低温压榨椰子油，薰衣草精油等	主营家用纺织品、按摩器械、床上用品等	iphone闪存驱动器、USB集线器，网络摄像头等
商品示例						

资料来源：亚马逊，泽宝科技官网，华创证券

我们认为，泽宝科技采取的“精品+第三方网站”的运营模式与安克创新类似，但安克创新以核心充电品牌“Anker”为主，泽宝多品牌策略。两家公司均 1）具有研发实力和高认可度产品。凭借其对消费电子行业动态，技术前沿、消费电子品类消费特点的认识与见解，对市场趋势进行研判，不断推出符合消费者需求的产品，均在亚马逊榜单前位。2）注重 C 端消费者偏好与品牌曝光。在第三方电商平台，或借助社交平台和搜索引擎投放广告，通过社交媒体 KOL 进行推广，形成口碑，进一步引导消费，推动旗下某一单品形成热销单品，进而通过爆款单品进一步引流，提升公司旗下其他品牌曝光度。

采取精品策略的公司较少采用自建平台的方式。精品策略下 SKU 品类较少，难以提升客户对于自建网站平台的粘性，经营效益较低。因此这类公司多选择在第三方平台进行销售，且多依靠 Amazon，速卖通、eBay 和 Wish 等具有全球影响力的第三方电商平台销售。利用上述平台与公司本身目标市场客户范围的高度重合性进行推广，公司自身进行品牌孵化与电商平台自身具有的影响力结合，有效提升品牌的海外知名度，推动营收水平与盈利能力的进一步提升。

（二）泛品模式下主要公司

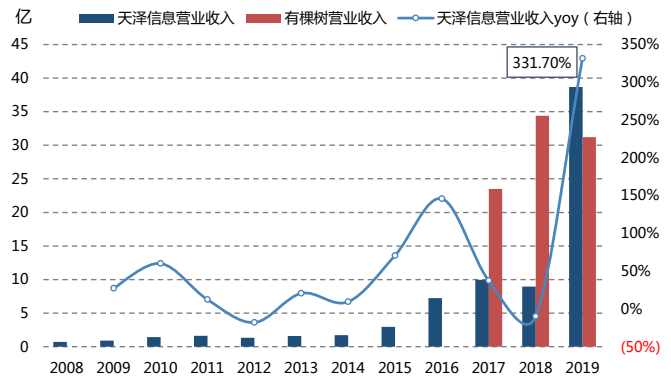
1、有棵树（天泽信息）

有棵树成立于 2010 年，主营出口跨境电商业务，通过第三方平台直接向 C 端销售。2019 年，天泽信息股份有限公司收购有棵树 99.9%的股份。合并后天泽信息营收大幅提升。2019 年营收为 38.67 亿元，同比增长+331.7%。总体毛利率由 2018 年的 34%上升至 49%。近三年有棵树营收体量约为天泽信息的 3-5 倍，跨境电商业务已成为天泽信息主要营收与盈利来源。

liaohan.net nblax520.com

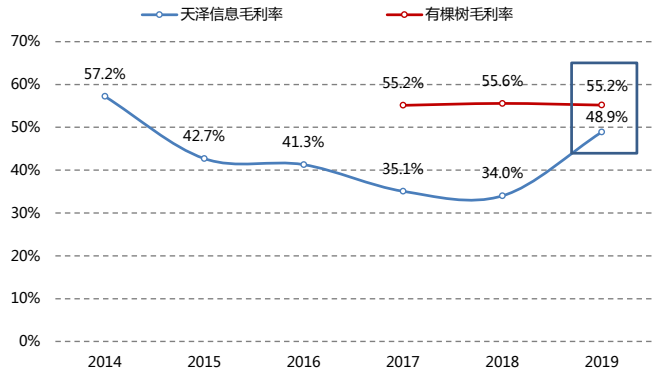
lax889889.com 299520.xyz

图表 44 天泽信息、有棵树营业收入及增速



资料来源：Wind，天泽信息财报，有棵树审计报告，华创证券

图表 45 天泽信息、有棵树毛利率对比



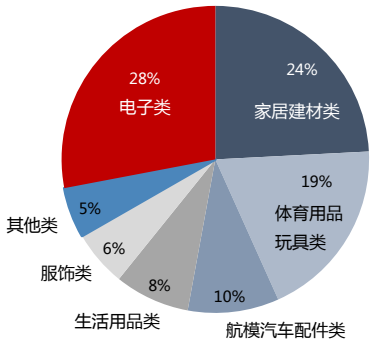
资料来源：天泽信息财报，有棵树审计报告，华创证券

注：2019 年有棵树相关财务数据为 4-12 月，Q1 未纳入报表

从经营品类看，有棵树主营商品品类较为广泛。涵盖 3C、户外、家居、汽配等 19 大类，3000 个小类，产品 SKU 数逾 40 万件，其中营收占比最大的品类为电子和家居类，分别占营收 28%和 24%。从毛利率看，主要经营品类的毛利率都在 50%以上，其中毛利率最高品类为生活用品类和服饰类。因为跨境电商企业大多外包生产，所以主要营业成本为销售的材料成本，占比营业成本 70%左右。

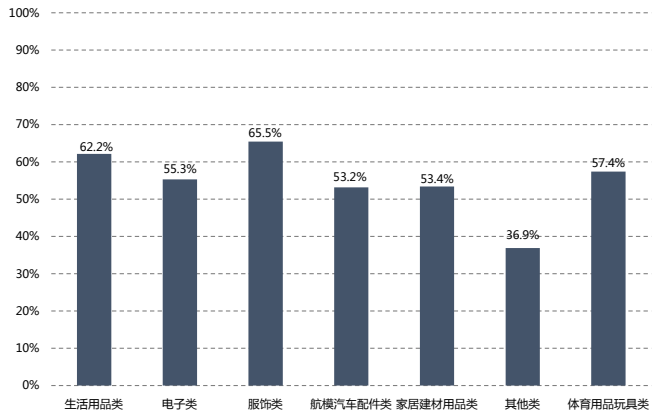
从平台看，对接平台数与店铺数均众多。有棵树依托 eBay，亚马逊，Wish，速卖通等十多个主流电商平台，以及 Cdiscount，Shopee, Lazada, Linio 等数十个区域性的平台向 C 端销售商品，客户人群覆盖欧美、东南亚、日韩、俄罗斯和中南美洲超过 100 个国家与地区。对第三方信息技术服务要求高，自身供应链与库存管理均有高要求。

图表 46 2019 年 4-12 月有棵树分产品营业收入占比



资料来源：天泽信息财报，华创证券

图表 47 2019 年 4-12 月有棵树分产品毛利率对比



资料来源：天泽信息财报，华创证券

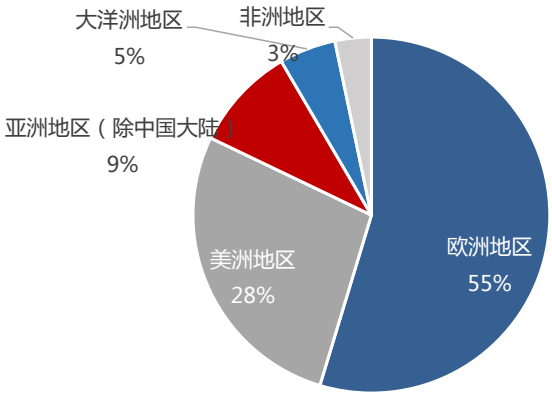
注：2019 年有棵树相关财务数据为 4-12 月，Q1 未纳入报表

从平台看，对接平台数与店铺数均众多。有棵树依托 eBay，亚马逊，Wish，速卖通等十多个主流电商平台，以及 Cdiscount，Shopee, Lazada, Linio 等数十个区域性的平台向 C 端销售商品，客户人群覆盖欧美、东南亚、日韩、俄罗斯和中南美洲超过 100 个国家与地区。对第三方信息技术服务要求高，自身供应链与库存管理均有高要求。

liaohan.net nblax520.com

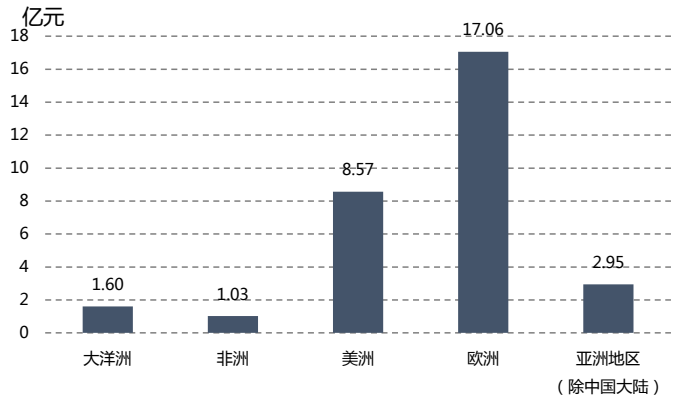
lax889889.com 299520.xyz

图表 48 有棵树 2019 年 4-12 月营收地区分布



资料来源：天泽信息财报，华创证券

图表 49 有棵树 2019 年 4-12 月营收分布



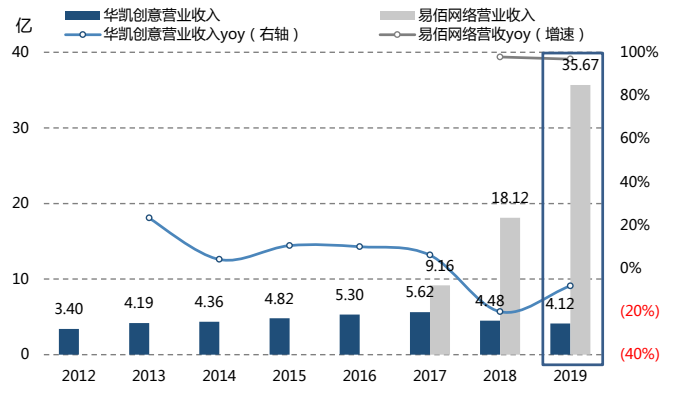
资料来源：天泽信息财报，华创证券

2、易佰网络（华凯创意拟收购）

深圳易佰网络成立于 2011 年，主营 B2C 出口跨境电商业务，采取“泛品+第三方网站”的经营模式。经营品类涵盖工业、汽配、3C 数码、母婴宠物、健康美容和航模玩具等十几个品类。主要通过速卖通、亚马逊、shopee，eBay，Wish、Lazade 等电商平台进行销售，覆盖美国、法国、意大利、西班牙、葡萄牙、俄罗斯、英国、日本、加拿大和东南亚等 100 多个国家和地区。

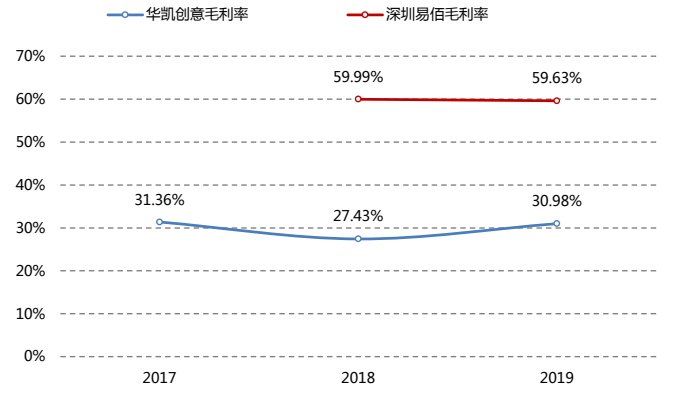
2020 年 4 月 13 日，华凯创意董事会审议通过《关于调整公司重大资产重组方案的议案》及相关议案，拟通过发信股份与支付现金的方式购买易佰网络 90%的股权。2012 年到 2019 年，华凯创意营业收入复合增长率为 3.96%，2018 年业绩出现明显下滑。从营业体量上看，2019 年易佰网络营收体量为华凯创意的 8.66 倍。收购后预计跨境电商将成为华凯创意的主营业务。从毛利率来看，近两年易佰网络的毛利率稳定保持在 60%上下，远高于华凯创意主业，预计合并后，华凯创意整体毛利率水平将会有明显提升。

图表 50 华凯创意、易佰网络营业收入及增速



资料来源：Wind，易佰网络审计报告，华创证券

图表 51 华凯创意、易佰网络毛利率对比



资料来源：华凯创意财报，易佰网络审计报告，华创证券

有棵树和易佰网络均采取 “泛品+第三方网站”经营模式。从 SKU 品类多寡来看，采用泛品策略的跨境电商 SKU 品类多在十几万左右。除消费电子等消费频率较低的品类外，还有生活用品，服饰类等消费频率高，容易形成较高客户粘性的品类。因此分散了因消费习惯和消费需求变化所造成的某一品类营收的变化，增强公司整体营收稳定性。

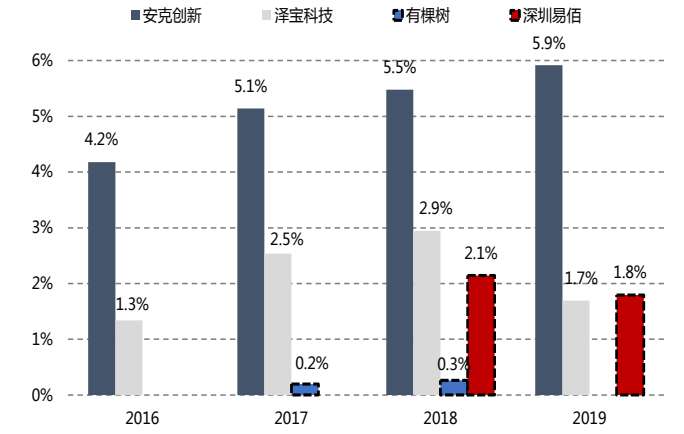
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

从经营平台看，泛品策略公司与精品策略公司均看中第三方电商平台广泛的影响力、客户的高粘性以及平台本身搭建并成熟运营的营销、开店与物流体系。多数第三方电商平台推出的商品排行版在用户群体中具有较高的公信力，因此选择在第三方平台销售的公司多将重点放在优化产品质量与使用体验方面，以提升产品在相关排行榜中的位次，进一步获取较高的排名和曝光度。

在采用第三方平台销售渠道的前提下，泛品策略公司通常不孵化自有品牌，由于经营品类较广，难以将全部精力集中到某一特定品类上来，相关费用分散至各个经营品类，难以形成规模效应。且研发费用多用于开发经营系统，较少投入到产品的研发中，故而难以形成爆款单品。单个产品的品牌溢价较低，产生的利润低于精品公司爆款产品产生的利润。但是无论是精品策略还是泛品策略，在生产端大多是依靠外包生产，主营成本都是材料费用，所以毛利水平相当。精品策略公司注重打造品牌以逐渐获得溢价，泛品策略则将产品的研发与生产交给上游，竞争壁垒相对较低。

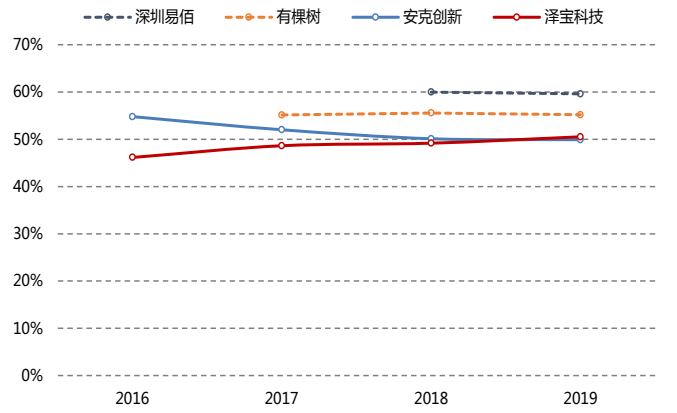
图表 52　第三方平台下精品、泛品模式研发投入对比



资料来源：安克创新招股说明书，星徽精密、天泽信息、华凯创意财报，泽宝科技、有棵树、深圳易佰审计报告，，华创证券

注：泽宝科技 2018 年数据为 1-8 月，带虚线框为泛品模式

图表 53　第三方平台下精品、泛品模式毛利率对比



资料来源：安克创新招股说明书，星徽精密、天泽信息、华凯创意财报，泽宝科技、有棵树、深圳易佰审计报告，，华创证券

注：泽宝科技 2018 年数据为 1-8 月，虚线为泛品模式

（三）自建平台主要公司

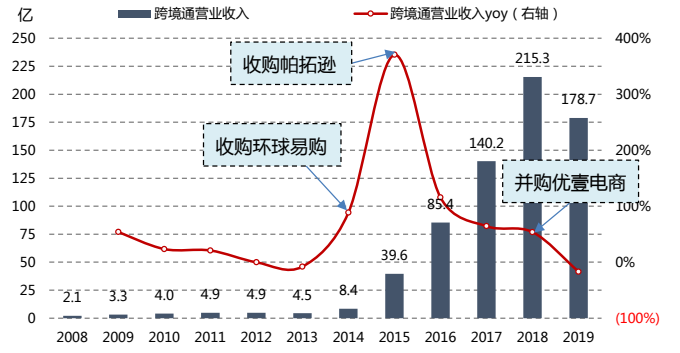
1、环球易购（跨境通）——营销推广+海外仓高投入

跨境通成立于 2003 年，2014 年收购环球易购后正式进军跨境电商行业，2015 年全资控股帕拓逊，2018 年并购优壹电商，构建了完整的跨境电商进出口业务生态圈。2014 年跨境通收购环球易购后，公司整体营收水平有了较为显著的提升，2014 年跨境通营收同比增长 89%。得益于环球易购跨境电商业务的持续快速增长，2015 年环球易购营收同比增长 163%，推动跨境通整体营收增长 371%， 2014 年到 2018 年，跨境通及旗下出口跨境电商帕拓逊和环球易购营业收入一直处于增长中，随着公司跨境电商业务板块扩充，公司整体营收处于增速趋缓阶段。2019 年，跨境通营业收入同比下降-17%，环球易购营业收入同比下降-31%。

liaohan.net nblax520.com

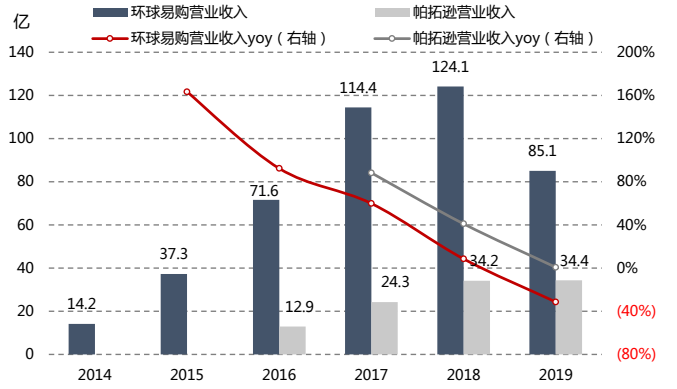
lax889889.com 299520.xyz

图表 54 跨境通营业收入及增速



资料来源：Wind，跨境通财报，华创证券

图表 55 环球易购、帕拓逊营业收入及增速

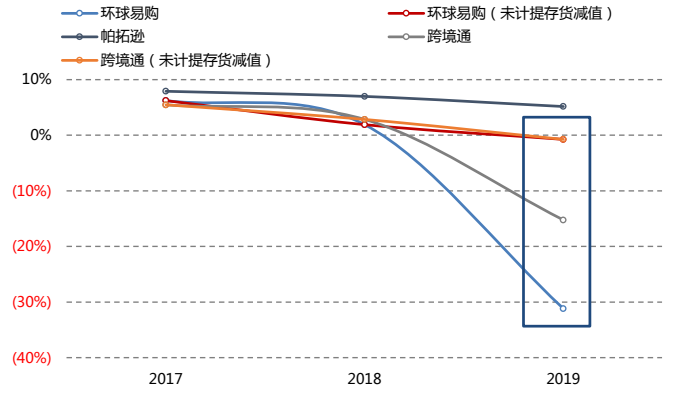


资料来源：跨境通财报，华创证券

从净利率看， 2019 年环球易购和跨境通的净利率均有大幅下滑，环球易购和跨境通净利率下滑主要是计提存货减值所致，若不算入 2019 年所计提存货减值额，净利也仍为负值，营收受挫+大量存货减值拖累跨境电商盈利能力。而跨境通旗下定位于精品模式的帕拓逊净利率下滑，主要是由于新产品的研发投入、市场推广费用增加以及人才储备等人工成本有所增长所致。

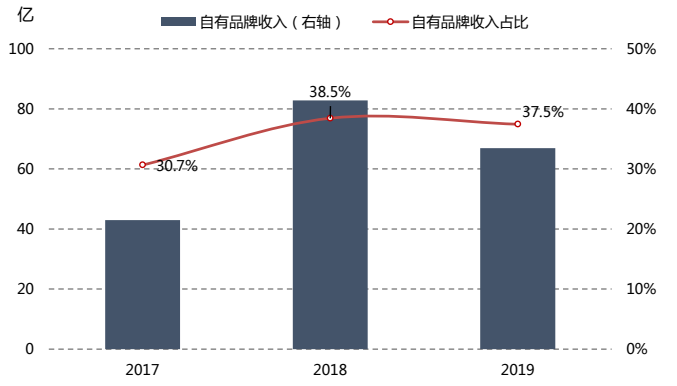
从品牌管理看，跨境通注重对自有品牌的精细化管理，精品策略多品牌矩阵，泛品策略多站点+多品牌。帕拓逊的 MPOW、环球易购的 ZAFUL、LANGRIA、EXCELVAN、FLOUREON、SOUAIKI、iHaper 等品牌常年在 Amazon、eBay、Wish、WARLMART 等平台占据前五位，自有品牌应收对于公司总营收的比重由 2017 年的 30.7%上升至 2019 年的 37.5%。

图表 56 跨境通、帕拓逊和环球易购净利率对比



资料来源：跨境通财报，华创证券

图表 57 跨境通自有品牌营业收入



资料来源：跨境通财报，华创证券

从经营品类看，环球易购经营品类众多，定位“线上商城”。环球易购经营品类覆盖服饰类、电话通讯类、消费电子类、运动及娱乐类、电脑和办公类、家用电器类、汽车、摩托车配件类、玩具类等 13 个大类，2019 年 Gearbest/ZAFUL/Rosegal 的 SKU 分别有 30.9/5.6/7.3 万。自营平台包括电子类综合平台 Gearbest 和服装类平台 ZAFUL、Rosegal 等，电子类综合平台营收普遍高于服装类平台，但收入均呈现逐年下降趋势。

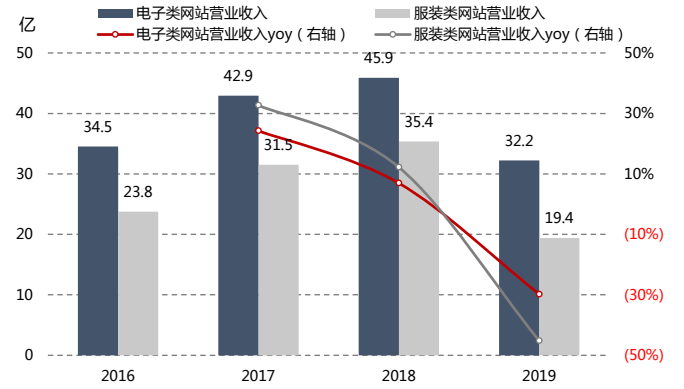
环球易购采取的“泛品+自建网站”模式，为消费者提供更广泛的商品选择，单用户价值高。对自建网站而言，SKU 数量多寡决定了用户在网站停留时间长短，SKU 品类丰富的网站更易为用户提供一站式的购物体验，用户可在同一网站内完成对不同品类产品的购物需求，推动客单价提升，同时良好的购物体验有助于培养忠实客户，吸引新用户。进而弥补了自营网站前期建设和后期宣传运营管理所投入的费用。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

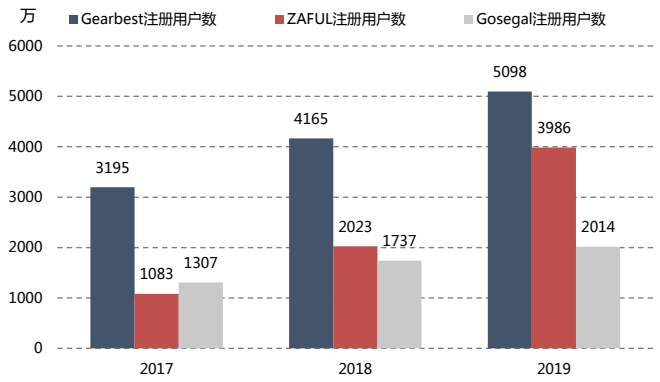
2017 -2019 年，Gearbest、ZAFUL 和 Rosegal 的注册用户数呈现上升趋势，环球易购营销获客效果明显。在 2019 年度“BrandZ 中国出海品牌 50 强”榜单中，ZAFUL 位列中国出海品牌综合排名第 23 名，线上快时尚类第 2 名；Gearbest 位列中国出海品牌综合排名第 24 名，电子商务类排名第 2 位，仅次于阿里巴巴。

图表 58 环球易购旗下网站营业收入及增速



资料来源：跨境通财报，华创证券

图表 59 环球易购旗下网站用户注册数



资料来源：跨境通财报，华创证券

跨境通旗下帕拓逊是集产品设计、研发和销售的新型跨境电商企业。采用“精品+第三方”模式经营，主要通过第三方平台 Amazon、Wish 和 eBay 进行销售。帕拓逊深耕消费电子行业，自主 3C 平牌“MPOW”多年来畅销欧美地区，Amazon Bestseller 累计超过 606 个。

2、SheIn——跨境电商服装品类的“黑马”，高效供应链打造“更快时尚”

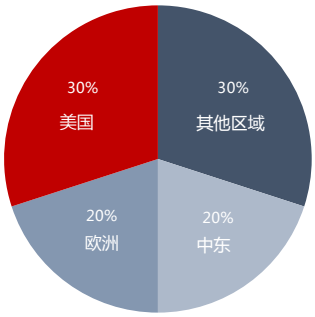
SheIn 本土化策略强，供应链高效。SheIn 成立于 2008 年，主营跨境 B2C 快时尚电商平台，覆盖服饰、配饰、鞋包、首饰等品类，售价集中在 20 美元以下。SheIn 以其价格低廉、品类多样和时尚前卫的产品特点受境外消费者青睐，销售额迅速增长。SheIn 品牌未成立之前主业在做快时尚品牌的代加工生产，在生产与供应链上极具优势，“比快时尚更快”的策略适合美洲市场的线上服装销售。2008 年 Sheln 的前身“sheinside”成立，2014 年“sheinside”升级为自主品牌，并量身打造了专属网站、App 。日发货量最高超过 300 万件。公司通过深耕供应链管理和不断提升运营实力。

营收持续翻倍增长，覆盖广，高速拓展市场。根据晚点 LatePost 统计，2016 年 SheIn 销售额约 40 亿元，2017 年超过 100 亿元，2019 年超过 200 亿元，2020 年截止六月份已超过 400 亿元。SheIn 不断扩充业务版图，陆续上线多语种官方网站，2010 年至 2015 年，shein 陆续推出西班牙、法国、俄罗斯、德国、意大利、德国和阿拉伯网站，业务覆盖全球 224 个国家和地区，同时积极开拓中东市场，2018 年，SheIn 在中东地区营收占总营收比重达 20%。

liaohan.net nblax520.com

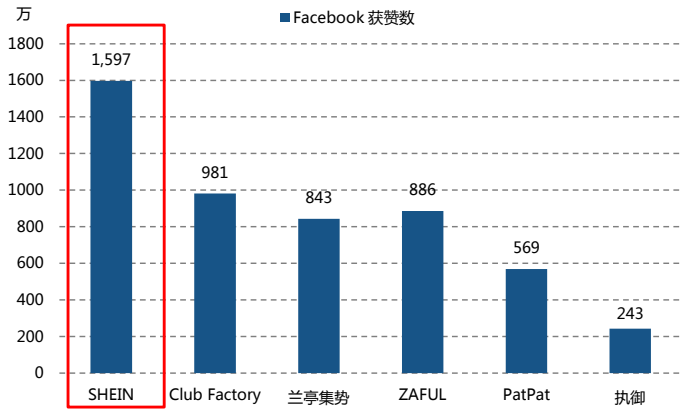
lax889889.com 299520.xyz

图表 60 2018 年 SheIn 分地区营业收入占比



资料来源：晚点 LatePost，华创证券

图表 61 跨境电商平台在 facebook 获赞数

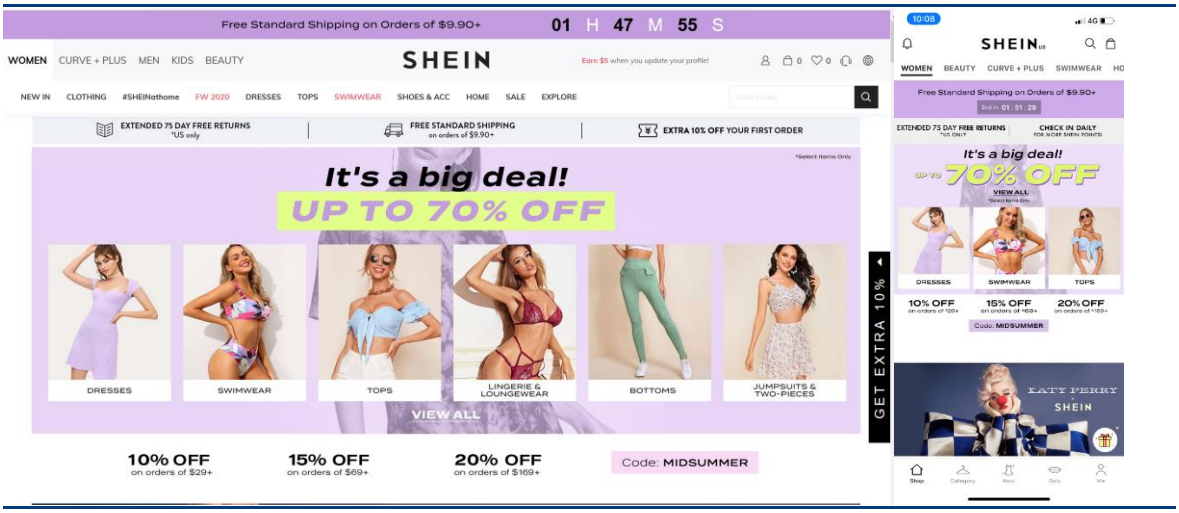


资料来源：OneSight 营销云，华创证券

注：数据为 2020 年 8 月 9 日

SheIn 依靠频繁上新和加大营销吸引客户。服装品类非标，难于描述和搜索，且 sku 较多，库存管理困难（亚马逊对“断货”有惩罚），更需要独立网站进行展示和集中下单。SheIn 自建网站进行销售。上新方面，SheIn 通过全渠道搜索时尚元素预测未来服装流行趋势，提升供应链效率缩短样品从设计到出货的时间，每年上新 SKU 可达一万余种。SheIn 供应链可迅速打板、制作和生产，同时具有刺绣、印刷和水洗功能。根据晚点 LatePost，SheIn 将打样到最终生产的时间压缩到 7 天，通过大量上新提高压中爆款的概率，压中后进行后续补货，减少库存压力。与快时尚品牌不同的是 SheIn 对产品质量要求也极为严格：返单 8 天交期（传统工厂几乎都要半个月以上）；一件衣服线头要少于三根，并且不超过 3 厘米长；尺寸误差 2 公分以内。所以 SheIn 销售无质量问题不接受退货，而海外退货周转是传统出海 DTC 品牌的供应链瑕疵。

图表 62 SheIn 官网与 APP（美洲地区）



资料来源：SheIn 官网，SheIn APP，华创证券

注重通过流媒体等渠道营销导流。SheIn 在 facebook、twitter、youtube 和 instagram 上建有官方主页，注重社交媒体平台广告呈现效果，提高发帖量提升产品曝光力度，注重与粉丝互动提升用户粘性并进一步为网站引流。Facebook 上 shein 粉丝数明显多于其他跨境电商平台粉丝数，在美国搜索 SheIn 的用户已是搜索 Zara 用户的 3 倍以上。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图表 63 SheIn 品牌历程

资料来源：SheIn 官网

图表 64 SheIn 覆盖国家

资料来源：SheIn 官网

纯 DTC 服装品牌，模式轻盈，研发+生产+销售高速响应供应链优势强。我们认为，SheIn 采取的“精品+自建平台”模式，SheIn 的精品模式不是精在 SKU 而是在于品类与品牌，深耕时尚服装供应链，比旧的“快时尚品牌”更快。契合服装品类 SKU 多以及生产成本低等特点，通过频繁上新巩固已有客户。抓住女性群体对于前卫时尚设计的追求，通过加大营销力度、多渠道广告宣传吸引新客；注重供应链建设提升客户消费体验，从而进一步提升品牌影响力。

对比依托第三方平台与自建平台模式，主要差异在于第三方平台可协助品类迅速打开市场，而自建平台需要漫长的“平台基建”过程，包括 1）营销推广平台以获客——营销费用投入大；2）增加 SKU 丰富度，海外仓提高物流时效——供应链管理、存货周转与仓储成本；但自建平台是有利于服装等“新高频消费”+易于物流运输产品海外销售，因为足够高频所以平台单用户价值是依靠高频上新刺激的而不是依靠平台的“商城属性”。“商城属性”的背后的泛品与存货，高营销投入，高供应链要求，且政策调整更容易牵一发而动全身。

四、投资逻辑

1、β 层面：短期利好因素推动长期跨越式增长

短期利好因素：①生产端： DTC 出海品牌，更享政策红利，跨境电商大多数公司体量相对小，受管制程度低；②消费端：疫情加速催化海外电商模式成熟，培养用户消费习惯；

行业下个阶段跨越式增长的亮点在于：

1）平台层面：与 C 端市场中媒体渠道合作，高效引流与高曝光。低费率且 C 端反馈及时的电商平台（速卖通、Lazada 等）渗透率提升，以俄罗斯速卖通为例，在 2018 年阿里（48%）与俄罗斯国有基金（13%）、Mail.Ru（15%）和 MegaFon（24%）成立合资公司速卖通俄罗斯（Aliexpress Russia）。其中 MegaFon 为俄罗斯第三大电信运营商（相当于中国电信），将其 10%的 Mail.Ru 股份转给阿里；Mail.Ru 为俄罗斯最大互联网公司（相当于中国腾讯），旗下拥有门户网站 Mail.Ru+社交产品（VK、OK），覆盖 90%俄罗斯网民；俄罗斯直接投资基金（相当于中国国投）。合资模式降低市场拓展监管阻力，且社交媒体引流高效，易于快速扩大平台影响力。2018 年俄罗斯线上增速大幅提升至 32%，超中国 5.5pct。所以在高成长市场中与社交媒体合作将助推速卖通等平台市占率提升、线上增速提升，从而带动中国向目的国跨境电商出口增长。

2）高效的物流：亚马逊 FBA 规定是 2 天内发货，否则影响排名， FBA 综合费率价格相对低，其次是自建仓，其次是国际物流。欧美等国家尤其是亚马逊平台也在推高效物流，俄罗斯速卖通走中邮小包基本也能做到 20 日达，目前正在投资物流建设，将货运周期缩短至 10 天。所以物流基础设施的推动，能成为跨境电商保持 10-30%增速的第二亮点。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

类比至国内电商发展，流量红利期下半段增长，进入第二阶段尾部，预判可维持近三年 cagr15%增速，短期受疫情因素影响，存在高速扩张态势。

2、α层面：差异化战略中精品策略更享长期红利，泛品受短期需求推动；

1）精品品类公司：拥有成熟的自有品牌，研发投入的效力好；

2）泛品品类公司：供应链与仓储管理能力强，资金雄厚，货物周转良性；

3）自建平台型：营销获客能力，对海外消费者需求洞察力。

五、风险提示

（1）进口国政策变更风险：若中美贸易摩擦加剧，美国继续加大对中国出口产品征税力度，将降低出口产品毛利率和境外需求；VAT 政策变动方面：2018 年 8 月，德国内阁通过草案要求未缴纳 VAT 的电商平台需为在德国产生的收入缴纳 19%的增值税，该项政策降低了跨境电商利润水平并威胁到第三方平台销售。

（2）海外线上消费需求回落风险：疫情短期积极因素，中长期可能降温；2B（超市）业务复苏后；线下消费需求回暖，线上需求降温，行业内公司产品需求降低，可能导致收入下降。

（3）知识产权与境外经营法律风险：行业内公司多主营消费电子产品生产与销售，行业竞争加剧可能将导致专利纠纷产生；各国法律体系复杂，主营国际业务或将产生法律风险。

（4）对第三方平台依赖高：行业内公司多在第三方跨境电商平台销售商品，若平台提升服务费率或其他相关地方政策改变，或公司违反平台相关规定，将对公司利润产生不利影响。

（5）税收优惠改变风险：行业内获得高新技术企业认证的公司享受国家税收优惠政策，若后期证书资质到期且未通过资质复审，或国家税收优惠政策变化导致公司无法继续享受税收优惠政策，将对公司盈利水平产生不利影响。

（6）汇率波动：行业内公司主要业务来源于境外，收入多用美元、欧元、日元等国外货币结算，人民币汇率波动，收入折算成人民币计价时或将产生汇兑损失风险。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

商社组团队介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

liaohan.net nblax520.com